
Motivações e Metodologias de Avaliação das Fusões e Aquisições no Setor dos
MCDT: Estudo de Caso

Mafalda Fortes Marques

Relatório de Estágio
Mestrado em Economia

Orientado por
Professor Doutor Hélder Valente

2021

Nota biográfica

Mafalda Fortes Marques nasceu a 23 de dezembro de 1997 em Massarelos, uma localidade pertencente ao distrito do Porto.

Em 2015, terminou o Ensino Secundário no Colégio Novo da Maia, na área de ciências tecnológicas, com a classificação de 18 valores. No mesmo ano, ingressou na Licenciatura em Economia na Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP), com vista a progredir os estudos no Ensino Superior e numa escola reconhecida pela sua excelência.

Em 2019, decidiu dar continuidade aos seus estudos, optando pelo Mestrado em Economia na faculdade onde se licenciou. Ao longo do período, teve a oportunidade de realizar um Estágio Curricular na IF – Inovação Financeira, Lda.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a toda a minha família, em especial, aos meus pais e aos meus avós, por me apoiarem incondicionalmente ao longo de todo este processo. Além disso, agradecer por todas as oportunidades que me conseguiram dar e por toda a estabilidade emocional, que foi essencial ao longo de todo o meu percurso académico.

Gostaria também de agradecer ao Professor Doutor Hélder Valente, por toda a orientação que me deu, disponibilidade e liberdade para realizar o meu Relatório de Estágio. Além do mais, um agradecimento à empresa I.F. – Inovação Financeira, Lda pela oportunidade de realizar o meu estágio curricular.

Por fim, um especial agradecimento aos meus amigos e namorado, por acreditarem sempre em mim e nunca me deixarem desistir do meu caminho.

Resumo

As fusões e aquisições são operações estratégicas de expansão para as empresas, alterando significativamente a estruturação empresarial, bem como os mercados envolventes. Ao longo das últimas décadas, a sua contribuição para a criação de valor e para ganhos de competitividade têm sido discutidas entre vários autores.

O mercado dos meios complementares de diagnóstico e terapêutica tem sido alvo de inúmeras concentrações empresariais, contribuindo para um ambiente concorrencial cada vez mais hostil. A maior incidência no setor privado da saúde impulsiona a maior entrada de empresas neste setor, conduzindo a uma maior exigência por parte das entidades.

O objetivo deste estudo consiste em compreender quais os motivos que levam as empresas deste setor a realizar fusões e aquisições, bem como os seus impactos no respetivo mercado e na sua estrutura empresarial. Deste modo, o presente relatório inicia-se pelo enquadramento teórico e histórico das fusões e aquisições, através da definição dos seus conceitos, das suas tipologias, das suas motivações e, por último, das principais metodologias de avaliação das participações sociais. Neste sentido, procurou-se dar resposta a estas questões com recurso a uma revisão de literatura, de modo a permitir uma abordagem geral do tema. Posteriormente, estes tópicos são aprofundados e analisados com maior detalhe, a partir de um estudo de caso de uma aquisição de três clínicas.

As principais conclusões do estudo incidem, essencialmente, na realização de fusões e aquisições com o objetivo de obter economias de escala e aumentar a quota de mercado, de forma a satisfazer as necessidades da procura cada vez mais acentuada dos cuidados de saúde. É importante realçar a divergência de valores estimados, resultantes da aplicação das metodologias de avaliação das ações, exigindo um maior cuidado na apreciação do valor das entidades a operar neste setor de atividade.

Códigos JEL: G34, D63, I11, G32

Palavras-chave: Fusão, Aquisição, Capital Social, Saúde, Avaliação de Empresas

Abstract

Mergers and acquisitions are strategic expansion operations for firms, significantly changing the business structure, as well as surrounding markets. Over the last few decades, their contribution to value creation and competitiveness gains have been discussed among several authors.

The market of Complementary Means of Diagnosis and Therapeutics has been subject to numerous business concentrations, contributing to an increasingly hostile competitive environment. The increased focus on the private health sector boosts the increased entry of companies into this sector, driving greater demand from entities.

The aim of this study is to understand what reasons may lead companies to choose mergers and acquisitions strategies, as well as their impact on their market and business structure. Therefore, the following report begins with the theoretical and historical framework regarding mergers and acquisitions, by defining their concepts, their typologies, their motivations and, lastly, the main methodologies to evaluate shareholdings. Thus, to present a general approach to the subject, it is necessary to address these matters through a literature review. Subsequently, these topics are further examined and analyzed in more detail, based on a case study of an acquisition of three clinics.

The main conclusions of this study are based, essentially, on the process of mergers and acquisitions to achieve economies of scale and to increase the market share, in order to meet the needs of the over-saturated demand for health care. It is important to emphasize the divergence of estimated values, due to the application of the equity valuation methodologies, requiring greater care to assess the value of entities operating in this sector of activity.

JEL-codes: G34, D63, I11, G32

Key-words: Mergers, Acquisitions, Equity, Health, Value of Firms

Índice

Nota biográfica	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract.....	iv
Índice.....	v
Índice de Figuras, Gráficos e Tabelas.....	vii
Abreviaturas e Estrangeirismos	x
Introdução	1
Capítulo 1: Revisão de literatura – Fusões e Aquisições.....	3
1.1. Contexto histórico de Fusões e Aquisições.....	3
1.2. Conceitos	5
1.3. Tipologia de Fusões e Aquisições.....	6
1.4. Motivações de Fusões e Aquisições	8
1.4.1. Crescimento	8
1.4.2. Sinergias.....	9
1.4.3. Diversificação	11
1.4.4. Motivos económicos.....	12
1.5. Metodologias de determinação do valor das participações sociais	15
1.5.1. Valorização do capital acionista	16
1.5.1.1. O Modelo de Atualização de Dividendos	17
1.5.1.2. O Modelo de Atualização de Fluxos Monetários.....	20
1.5.2. Valorização Relativa.....	21
Capítulo 2: Estudo de caso.....	24
2.1. Metodologia adotada: Estudo de caso	24
2.2. Fusões e Aquisições no setor dos MCDT	25

2.3. Enquadramento do setor dos MCDT	29
2.4. O Mercado dos MCDT em Portugal	31
2.5. Análise das empresas envolvidas.....	38
2.5.1. Empresa 1	38
2.5.2. Empresa 2	39
2.5.3. Empresa 3	39
2.5.4. Enquadramento da análise das empresas	40
2.6. Motivações da Aquisição.....	42
2.7. Avaliação do valor das participações sociais	48
2.7.1. Pressupostos para a avaliação das empresas	49
2.7.2. Metodologia de avaliação	53
Conclusão	59
Referências bibliográficas	61
Anexos.....	72

Índice de Figuras, Gráficos e Tabelas

Lista de Figuras:

Figura 1- Crescimento esperado no Modelo H.....	19
Figura 2-Estrutura de Capital das empresas envolvidas	76
Figura 3-Movimentos relativos à comissão paga pela Empresa 2 à Empresa 1	76

Lista de Gráficos:

Gráfico 1 - Fusões e Aquisições no setor dos Fornecimentos e Equipamentos Médicos, a nível mundial, 1985-2020	26
Gráfico 2-Evolução do número de exames realizados pelas empresas, 2005-2010	44
Gráfico 3-Evolução do valor dos exames realizados pelas empresas, 2005-2011	45
Gráfico 4-Taxa de variação do volume de negócios das empresas envolvidas	51
Gráfico 5-Valor dos Capitais Próprios das empresas envolvidas.....	56

Lista de Tabelas:

Tabela 1-Operações de F&A realizadas no setor da saúde e farmacêutica, 2012-2019	28
Tabela 2-Evolução dos ACD nos hospitais públicos e nas ERC, na região do Continente, 2016-2019	30
Tabela 3-Evolução dos ACD nos hospitais públicos e nas ECR e nos Centros de Saúde, na região do Continente, 2009-2012.....	30
Tabela 4-Índice de Envelhecimento, Portugal	72
Tabela 5-Esperança média de vida à nascença, Portugal	72
Tabela 6-Encargos com o Setor convencionado na Região Norte, por área de MCDT, 2016-2019 (€)	32
Tabela 7-Evolução das despesas em saúde, Portugal	32
Tabela 8-Evolução dos ACD realizados nos hospitais públicos, na região do Continente..	34
Tabela 9-Indicadores de síntese de Outras atividades de saúde humana, n.e.....	72
Tabela 10-Indicadores de síntese de Atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório	72

Tabela 11-Indicadores operacionais de Outras atividades de saúde humana, n.e. (milhares de euros).....	36
Tabela 12-Indicadores operacionais de Atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório (milhares de euros).....	36
Tabela 13-Valor acrescentado bruto de Outras atividades de saúde humana, n.e. (milhares de euros).....	37
Tabela 14-Valor acrescentado bruto de Atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório (milhares de euros).....	37
Tabela 15-Número de exames realizados na Empresa 1, 2005-2010.....	38
Tabela 16-Número de exames realizados na Empresa 2, 2005-2010.....	39
Tabela 17-Número de exames realizados na Empresa 3, 2005-2010.....	40
Tabela 18-Taxa de variação das valências nas empresas, nos hospitais da região Norte e nas ECR, na região do Continente, 2005-2010.....	41
Tabela 19-EBITDA ajustado das empresas, 2009 (em % do Volume de Negócios).....	41
Tabela 20-Dívida Financeira das empresas, 2010 (milhares de euros)	73
Tabela 21-Investimentos da Empresa 3, 2006-2010 (milhares de euros).....	43
Tabela 22-Taxa de variação dos preços médios das empresas, por ACD, 2005-2010	45
Tabela 23-Comissões pagas aos médicos, 2010 (em % do Volume de Negócios)	73
Tabela 24-Valências de cada empresa, 2010	47
Tabela 25-Taxa de variação dos ACD realizados nos CS e nas ECR, na região do Continente, 2009-2012.....	48
Tabela 26-Taxa de crescimento dos preços	74
Tabela 27-Evolução das taxas de juro	74
Tabela 28-Cenários de evolução do volume de negócios das empresas envolvidas	51
Tabela 29-Cenários de evolução do EBITDA das empresas envolvidas.....	52
Tabela 30-Estimação dos investimentos das empresas envolvidas (milhares de euros)	74
Tabela 31-Estimação da Dívida Financeira Líquida das empresas envolvidas (milhares de euros).....	74
Tabela 32-Parâmetros utilizados na avaliação do valor das empresas envolvidas	75
Tabela 33-Cenários de evolução dos fluxos de caixa operacionais das empresas envolvidas	75
Tabela 34-Avaliação do valor das empresas envolvidas, 2010 (milhares de euros).....	55
Tabela 35-Valor do projeto Feira, 2010 (milhares de euros).....	76

Tabela 36-Valor dos Capitais Próprios das empresas envolvidas, 2010 (milhares de euros)	
.....	56
Tabela 37-Estimação do EBITDA das empresas envolvidas	57
Tabela 38-Valor das empresas envolvidas, de acordo com os diferentes métodos de avaliação adotados	58

Abreviaturas e Estrangeirismos

ACD: Atos Complementares de Diagnóstico

ANAE: Ativos Não Afetos à Exploração

ARS: Administração Regional de Saúde do Norte

Backward Integration: Integração vertical realizada diretamente com as suas fontes de abastecimento (Gaughan, 2002).

Bear Hug: Quando a ocorrência de concentrações não amigáveis é sob pressão, antes da Oferta Pública (Gaughan, 2002).

Book-value: Valor contabilístico

CAE: Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

Cash-flow: Fluxo de Caixa

Cash-flow to firm: Fluxo de Caixa da Empresa

Conglomerate Power: Poder de Conglomerado (Edwards, 1955).

Cross-border: Fusões e Aquisições transfronteiriças

Cross-subsidization: Prática de subsidiação cruzada (Edwards, 1955).

CS: Centros de Saúde

Debt Coinsurance: Quando uma operação de fusão e aquisição reduz o risco de detenção de dívida nas empresas individualmente (Higgins & Schall, 1975).

Discount Cash Flow Model: Modelo de Atualização dos Fluxos Monetários

Dividend Discount Model: Modelo de Atualização dos Dividendos

DO: Densitometria Óssea

EBITDA: *“Earnings Before Interest Depreciations and Amortizations”*

ECR: Entidades Convencionadas e Reembolsos

Enterprise Value: Valor da Sociedade

Equity Value: Valor do Capital Próprio

EUA: Estados Unidos da América

Firm Value: Valor da Empresa

Free Cash Flow to Equity: Cash flow libertado para os acionistas da empresa

Forward Integration: Integração vertical realizada diretamente com o seu consumidor final (Gaughan, 2002).

Forward-Looking: Previsão de valores

FSE: Fornecimentos e Serviços Externos

F&A: Fusões e Aquisições (“*Mergers and Acquisitions*” – *M&A*)

Going Private: Quando a empresa adquirida é pública e torna-se privada (Gaughan, 2002).

Holding Company: Quando a empresa adquirente pode optar por adquirir apenas uma parte da empresa-alvo (Gaughan, 2002).

IRC: Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

Join-Venture: Estratégia de partilha de riscos, lucros, prejuízos e controlos de gestão (Gaughan, 2002).

Know-how: Conhecimento partilhado

Leverage Buyouts: Aquisição financeira por empréstimos (Gaughan, 2002).

Management Buyout: Quando a aquisição é feita pelo setor da própria entidade (Gaughan, 2002).

MCDT: Meios Complementares de Diagnóstico e Terapêutica

M-V: Mean Returns-Variations (Markowitz & Todd, 2000)

Related Diversification: Estratégia de diversificação que incide na exploração de sinergias operacionais (Amit & Livnat, 1988).

REO: Revenue-Enhancing Opportunity

PBV: Price Book Value

PER: Price to Earnings Ratio

PL: Prémio de Liquidez

Proxy Fight: Quando um ou mais acionistas pretendem assumir o controlo (Gaughan, 2002).

PSR: Price to sales ratio

Second-best: Escolha de decisão não ótima

SNS: Sistema Nacional de Saúde

Spreading overhead: Obtenção de sinergias pela redução de custos (Gaughan, 2002).

Stock: Provisão

Tender Offer: Oferta Pública de Aquisição feita diretamente aos acionistas (Gaughan, 2002).

TAC: Tomografia Axial Computorizada

The Agency View: Teoria da Agência

The Market-Power View: Teoria de Poder de Mercado

Unrelated Diversification: Estratégia de diversificação que incide na tentativa de obter benefícios financeiros (Amit & Livnat, 1988).

VE: Valor da Empresa

VEA: Valor da Empresa para os Acionistas

Wacc: Custo médio ponderado dos capitais

Introdução

As operações de fusões e aquisições (F&A) estão associadas a grandes desafios no meio empresarial. Pela maior rivalidade dos mercados e da própria economia, há uma necessidade de avaliar os impactos económicos das transações, de forma mais cuidada e rigorosa (Nocke & Yeaple, 2007).

Segundo (Wang & Wong, 2009), estas operações podem servir como meio para uma empresa crescer numa área geográfica diferente da doméstica, entrando em mercados estrangeiros e contribuindo para o crescimento das economias. Aliás, as entidades responsáveis por este tipo de transações são altamente diferenciadas pela sua capacidade organizacional, inovadora e tecnológica, o que as permite efetuar investimentos desta envergadura. No entanto, as diferenças nas estruturas de gestão e governação entre as empresas envolvidas pode dificultar todo o procedimento da operação, por se tratar de países distintos (Rossi & Volpin, 2004).

Pelo autor (Ferreira D. , 2002), a importância da valorização das empresas e a cotação das suas ações passa por compreender os objetivos principais na gestão das entidades e também por reconhecer a motivação dos seus responsáveis. Deste modo, uma das principais razões para concretizar este tipo de estratégias incide na criação de valor.

O mercado dos meios complementares de diagnóstico e terapêutica é constituído por um ambiente concorrencial hostil, principalmente, no setor privado da saúde. O aumento do número de empresas a entrar no mercado contribui para uma maior incidência de requisitos tecnológicos e inovadores, obrigando as empresas a diferenciarem-se cada vez mais.

A I.F.-Inovação Financeira, Lda foi criada no ano de 1988, por um conjunto de professores universitários. Os principais serviços da mesma incidem nas áreas da consultoria estratégica e de negócios, finanças empresariais, fusões e aquisições e fiscalidade. Ainda assim, apresenta uma visão estratégica, ajudando a interpretar o meio em que as empresas se integram e a determinar o seu melhor posicionamento estratégico. As principais responsabilidades do estágio curricular incidiram no acompanhamento analítico de operações de F&A e também no planeamento financeiro e fiscal destas transações.

Em Portugal, nos últimos anos, constatou-se uma atividade de F&A mais intensa, essencialmente, no período pós-crise financeira de 2012. Com a evolução dos indicadores da esperança média de vida e do envelhecimento populacional da economia portuguesa, o

mercado dos MCDT tem vindo a responder às necessidades do setor público da saúde de forma eficiente. Adicionalmente, a conjuntura económica e o aumento da procura por cuidados de saúde têm vindo a influenciar o funcionamento deste mercado, contribuindo para o seu crescimento acentuado nos últimos períodos.

Deste modo, o enquadramento macroeconómico deste setor de atividade no período em análise torna pertinente estudar a aquisição de três clínicas realizada no ano de 2011. Por outro lado, é relevante analisar e comparar a evolução do mercado dos MCDT e a forma como o mesmo se comporta, em conformidade com a conjuntura económica.

Assim, este estudo apresenta a respetiva questão de investigação: “quais as principais motivações das empresas para a realização de F&A e quais as metodologias de avaliação das participações sociais mais utilizadas?”. Relativamente ao caso em concreto da aquisição das três clínicas, este trabalho procurou responder à seguinte questão: “o que motivou esta aquisição e quais os efeitos da aplicação das metodologias de avaliação adotadas?”. Para a primeira questão espera-se responder a partir da revisão de literatura, de uma forma geral, focando-se nos principais determinantes (sinergias, quota de mercado, crescimento, diversificação) e metodologias de avaliação (pela análise dos modelos de atualização de dividendos, de fluxos monetários e valorização relativa). Quanto à segunda questão, será adotada a metodologia de estudo, com o intuito de tentar compreender o que impulsionou a concretização desta aquisição e o enquadramento das metodologias aplicadas, através da análise do setor dos MCDT em Portugal e da evolução previsional das empresas.

Para finalizar, o presente relatório está dividido em dois capítulos. Primeiramente, é apresentada a revisão de literatura sobre o tema de F&A. No mesmo capítulo, encontra-se a literatura relativa ao contexto histórico destas operações, as suas tipologias e, de seguida, as correspondentes motivações. Posteriormente, as metodologias de avaliação das participações sociais são explicitadas, de maneira a enquadrar o estudo de caso.

O segundo capítulo incide, sobretudo, na metodologia adotada e na sua análise. Deste modo, as operações de F&A realizadas no mercado dos MCDT em Portugal são aprofundadas e, seguidamente, são analisadas as três empresas envolvidas na aquisição. Em último lugar, é apresentado o enquadramento das empresas no setor de atividade, para proceder ao estudo das metodologias de avaliação e os seus pressupostos.

Capítulo 1: Revisão de literatura – Fusões e Aquisições

1.1. Contexto histórico de Fusões e Aquisições

As operações de F&A surgiram no ano de 1897, nos Estados Unidos da América, evidenciando um comportamento cíclico ao longo do tempo, de acordo com (Marren, 1993). O autor (Gaughan, 2002) defende que a evolução histórica das mesmas se organiza em cinco ondas de fusões distintas. Pelos autores (Dolfsma, 2013), as ondas de fusões caracterizam-se por períodos de maior atividade, que posteriormente diminui ao longo do tempo. Deste modo, estes autores enunciam que a maior parte das fusões são anunciadas durante uma onda de fusão e, por isso, todas elas se diferenciam umas das outras.

Os autores (Garfinkel & Hankins, 2011) justificam as diferentes vagas de fusões por questões de gestão de risco, dado que aumentos de incerteza e a volatilidade dos *cash-flows* incentiva as empresas a concretizar este tipo de operações de F&A. Contudo, de acordo com (Devra Golbe, 1988), os ciclos de fusões coincidiram com os períodos de maior crescimento dos mercados nacionais. Por outro lado, as ondas de fusões são motivadas por choques económicos e tecnológicos, por (Harford, 2005). O autor salienta a importância de a liquidez de capital ser suficientemente significativa aquando da ocorrência destes choques, na medida em que exigem uma realocação de ativos de maior dimensão. Portanto, segundo o mesmo autor, as entidades sobreavaliadas utilizam o seu capital líquido disponível para adquirir empresas-alvo subavaliadas, a partir de fusões.

Pela abordagem de (Gaughan, 2002), a primeira onda de fusões ocorreu logo após a Depressão de 1883 até 1904. Na verdade, houve um conjunto de indústrias que sofreu um maior impacto derivado destas operações, nomeadamente, a indústria de metais primários, de produtos alimentares, de produtos derivados do petróleo, química, de equipamentos de transporte, de produtos de metal fabricados, de maquinaria e de carvão betuminoso. Todas estas indústrias representaram cerca de dois terços do total de fusões na época. A maior parte das fusões realizadas neste período foram horizontais, resultando, assim, numa estrutura de mercado quase monopolista. Este ciclo de fusões terminou com uma recessão financeira, resultado de uma crise no mercado de ações (Ferreira D. , 2002).

Por sua vez, a segunda onda de fusões, desde o ano de 1916 até meados de 1929, é caracterizada por um maior volume de fusões verticais e, por isso, registou-se uma tendência para uma estrutura industrial mais oligopolística.

Desta forma, na terceira onda de fusões, desde o ano de 1965 até 1969, constituíram-se vários conglomerados de empresas fortemente diversificados, na medida em que o crescimento das mesmas consistiu na aquisição de outros setores de atividade. Aliado a esta situação, evidencia-se um esgotamento das possibilidades de progressão nos principais negócios. Para além disso, a restrição da atuação e do crescimento por parte das agências regulatórias obrigou muitas empresas a acomodarem-se e a diminuir o negócio nos seus setores de atividade (Gaughan, 2002). Contudo, as empresas de maior dimensão realizaram aquisições estratégicas, de modo a estimular a criação de valor e o crescimento económico, por (Ferreira D. , 2002).

A quarta onda de fusões, desde 1981 até ao ano de 1989, apresenta certas particularidades, tais como, a origem de fusões hostis e a dimensão da própria operação, o que nunca se tinha observado até então. Na realidade, existiram muitas fusões com uma atividade especulativa altamente lucrativa, mas nem todas as indústrias acompanharam este aumento significativo dos ganhos como, por exemplo, as indústrias do gás e do óleo. Uma das razões pelas quais se verificou um crescimento desproporcional em algumas indústrias assentou na desregulamentação, originando, assim, uma deterioração na competitividade entre estruturas empresariais (Gaughan, 2002).

A quinta vaga de fusões, desde o ano de 1991 até 2001, foi impulsionada por fatores como a liberalização do mercado, a desregulamentação e a globalização para outras regiões como a Ásia (Dolfsma, 2013). (Ferreira D. , 2002) ainda acrescenta que os setores farmacêutico, bancário e elétrico foram os que mais se fizeram sentir neste ciclo de fusões. Por fim, a sexta onda de fusões, com início no ano 2003 até 2008, representou um período de fundos de investimento e de aquisições com dívida (Ferreira D. , 2002).

O mercado de F&A atingiu o pico no ano de 2007, com um valor das transações de 4,3 triliões de dólares, pelos dados de (Marren, 1993). A nível europeu, estas operações surgiram a partir do começo das aquisições internacionais. Em 2012, o valor da atividade de F&A na Europa, em percentagem, foi de 30%, sendo que os EUA apresentaram um valor de 36%,

através de (Hasker, 2008). Relativamente a Portugal, as F&A decresceram em número de transações, mas aumentaram em valor.

1.2. Conceitos

As F&A são operações estratégicas de crescimento e diversificação fundamentais para as empresas. Estas negociações possuem um papel cada vez mais importante, devido à crescente competitividade que existe no mercado e à origem de mais e novas inovações.

Para (Gaughan, 2002) uma fusão é a combinação de duas empresas, onde apenas uma sobrevive e a empresa fundida extingue-se, sendo que a adquirente assume os ativos e os passivos da última. O autor destaca o conceito de consolidação, que consiste numa combinação de negócios onde duas ou mais empresas cooperam para formar uma empresa totalmente nova. Todas as empresas consolidadas são dissolvidas e apenas a nova entidade continua a operar. Contudo, o autor afirma ainda que *“Despite the differences between them, the terms merger and consolidation, (...) are sometimes used interchangeably. In general, when the combining firms are approximately the same size, the term consolidation applies; when the two firms differ significantly by size, merger is more appropriate term.”* (p. 7).

Segundo (Gupta, 2012), uma aquisição pode ser classificada pela compra de ativos, onde a empresa assume o controlo total dos mesmos; ou pela compra de ações, cujo controlo é exercido sobre o conselho de administração. No entanto, (Gaughan, 2002) considera que este termo é muito vago e, por vezes, refere-se apenas a operações hostis.

Pelo autor (Silva, 2015), as F&A podem ser distinguidas pelo método como a oferta é concretizada, sendo que uma concentração amigável acontece quando há concordância entre ambas as partes envolvidas, ao contrário de uma concentração hostil, quando surgem incompatibilidades na negociação entre as empresas.

(Gaughan, 2002) diferencia as três principais estratégias para a ocorrência de concentrações não amigáveis. A primeira *Bear Hug* ocorre quando há uma pressão sobre os acionistas da empresa antes da oferta pública, contactando previamente e diretamente o conselho de administração. A segunda surge quando a oferta da aquisição é feita diretamente aos acionistas, assumindo a forma de Oferta Pública de Aquisição (*Tender Offer*). Por último, o termo *Proxy Fights* aplica-se quando existe um único acionista ou mais que pretendem assumir o controlo, tentando obter a maioria de votos no conselho de administração.

(Erel, Liao, & Weisbach, 2012) salientam que as fusões *cross-border* ou transfronteiriças ocorrem quando a empresa adquirente é estrangeira e as domésticas envolvem empresas localizadas em território nacional. Acrescentam ainda que as fusões internacionais ocorrem pelas mesmas razões que as fusões domésticas, e que, por vezes, as diferenças geográficas poderão aumentar os custos da negociação.

1.3. Tipologia de Fusões e Aquisições

Dadas as principais definições das F&A, o próximo passo será apresentar as diferentes tipologias das mesmas. Segundo (Gaughan, 2002), entre várias classificações que estas operações podem tomar, realça as três predominantes: horizontais, verticais e conglomerados.

Uma fusão horizontal ocorre quando duas empresas concorrentes se unem, com o objetivo de aumentar a quota de mercado, atuando no mesmo setor de atividade (Gaughan, 2002). Contudo, podem optar por realizar a fusão entre diferentes mercados geográficos.

Uma fusão vertical consiste numa combinação entre empresas, cuja relação é de comprador-vendedor. Esta estratégia pode levar à expansão da empresa a montante, na direção do fornecedor; ou a jusante, na direção do consumidor final (Gaughan, 2002). Por se encontrarem em estágios distintos da mesma cadeia produtiva, o objetivo das mesmas será a obtenção de ganhos significativos de competitividade, por (Ferreira D. , 2002).

Um conglomerado ocorre quando nenhuma das empresas envolvidas é concorrente e quando a relação entre ambas não se enquadra na dicotomia comprador-vendedor (Gaughan, 2002). O objetivo desta estratégia consiste em aumentar a diversificação da atividade das empresas e em diminuir a exposição ao risco (Ferreira D. , 2002).

O autor (Gaughan, 2002) aprofunda ainda mais as diferentes tipologias em que se inserem as operações F&A. Primeiramente, autor refere-se ao termo *Leveraged Buyouts*, quando se trata de uma aquisição financiada por empréstimos. Normalmente, os ativos da empresa adquirente são utilizados como garantias dos empréstimos realizados, em conjunto com os ativos da adquirida. Dentro desta tipologia, o autor diferencia os conceitos *Going Private* e *Management Buyout*. O primeiro refere-se a contextos em que a empresa adquirida é pública e torna-se privada. Por sua vez, a segunda definição engloba a condição em que a aquisição é feita pelo gestor da própria entidade.

A estratégia associada a uma *Holding Company* ocorre quando a empresa adquirente pode optar por adquirir apenas uma parte da empresa-alvo e atua como tal, ou seja, quando uma empresa possui ações suficientemente significativas para obter uma participação na empresa adquirida. Segundo o autor (Gaughan, 2002), existem algumas vantagens associadas a este tipo de aquisições, nomeadamente, a disponibilidade do investimento ser muito menos dispendioso por não se tratar de uma aquisição na sua totalidade e por não haver a obrigatoriedade de pagamentos de prémios aos acionistas. Por último, como a empresa adquirente possui apenas uma parte da empresa-alvo, todas as tomadas de decisão poderão ter influência não só na sua parte, mas também nos objetivos da empresa em si, direta ou indiretamente.

Inerente a esta tipologia, encontram-se certas desvantagens para a empresa adquirente. Efetivamente, poderá haver uma dupla ou tripla tributação em alguns mercados geográficos e pode levar a discordâncias entre os membros das empresas, por não se tratar de uma aquisição a 100%. Por último, dado que é relativamente acessível proceder a este tipo de operações, as autoridades reguladoras podem obrigar a que haja uma incorporação da estrutura empresarial, caso a empresa adquirente se torne anticompetitiva após a aquisição.

A definição de *Join Ventures* é também enunciada pelo autor, como implicando a partilha de riscos, lucros, prejuízos e controlos de gestão, sendo que é uma estratégia de longo-prazo. A redução do risco pela partilha de custos, a redução do montante a investir, a criação de uma empresa mais competitiva e, para finalizar, uma obtenção mais eficiente de recursos apresentam claras vantagens para ambas as partes envolvidas. No entanto, a presença de potenciais desentendimentos na gestão corrente da empresa e as disparidades que possam surgir no que toca a interesses estratégicos poderão ser aspetos negativos para as empresas.

Em conclusão, uma aliança estratégica é explicitada pelo autor como um acordo cooperativo entre duas empresas, no qual acordam em cooperar num determinado negócio. Este tipo de operação facilita a entrada no mercado externo, permitindo às empresas partilhar menores custos fixos e reunir as competências que nenhum parceiro conseguiria atingir sozinho. O acesso a novas tecnologias e a novos mercados pode ser um risco associado a estas operações.

1.4. Motivações de Fusões e Aquisições

Uma das motivações mais comuns para a realização de F&A consiste em todo um processo de expansão, quer para uma linha de negócios diferente, quer para uma área geográfica distinta e vantajosa para a empresa adquirente (Gaughan, 2002).

As concentrações empresarias permitem o acesso a recursos e competências fundamentais, de modo a manter um quadro de pessoal eficiente e promover a troca de conhecimento (Silva, 2015). O mesmo autor refere-se a recursos complementares como sendo uma vantagem para as empresas criarem maior valor de forma conjunta, através da partilha de conhecimentos, de custos, bem como de estratégias de marketing. Além disso, as empresas envolvidas tornam-se suficientemente independentes para gerarem uma maior competitividade a nível global e para enfrentarem outras entidades com capacidades financeiras e experiência supranacional. Estas estratégias possibilitam também um maior retorno aos acionistas e investidores, pela valorização da empresa-alvo (Sanjay Sehgal, 2012).

O autor (Gaughan, 2002) aprofunda com maior detalhe as diferentes motivações que levam à realização de F&A.

1.4.1. Crescimento

Uma empresa pode optar por crescer de forma interna ou através de uma operação de F&A. Pelo mesmo autor, um crescimento interno é caracterizado como sendo um processo mais lento e incerto. Pelo contrário, um crescimento pela via de uma F&A permite à empresa expandir a sua atividade de forma muito mais rápida, dentro da sua indústria ou numa outra distinta.

Contudo, (Gaughan, 2002) considera que, por vezes, o crescimento interno de uma empresa não é uma alternativa sustentável, uma vez que permite aos seus rivais responder de forma mais eficiente, retirando parte da sua quota de mercado. Todas as vantagens da empresa poderão dissipar-se com o tempo e até mesmo aproveitadas pelos seus principais concorrentes.

No entanto, (Dolfsma, 2013) afirma que uma aquisição poderá, eventualmente, eliminar um concorrente, mas o crescimento interno informa a concorrência sobre as ambições pré-definidas da empresa. Portanto, uma das razões pelas quais se realiza uma F&A assenta no planeamento estratégico da empresa-alvo.

1.4.2. Sinergias

As sinergias representam, de acordo com vários autores, uma das principais motivações para realizar uma operação de F&A. Ora, uma sinergia ocorre quando uma concentração de empresas é mais rentável do que as partes individuais das empresas envolvidas (Gaughan, 2002). Ainda assim, o autor acrescenta que a existência prevista de benefícios sinérgicos permite às entidades incorrer em despesas de aquisição e distribuir um prémio aos seus acionistas.

Uma sinergia constitui a complementaridade entre duas linhas de negócio da mesma empresa, permitindo a obtenção de ganhos sinérgicos (Gaughan, 2002). Além disso, pelo autor (Bruner, 2004), uma sinergia contribui para a criação de valor para os acionistas da entidade, não sendo capazes de criar valor por conta própria.

Efetivamente, as sinergias podem ser classificadas como operacionais e financeiras. (Gaughan, 2002) defende que as primeiras, incluindo economias de escala e gama, constituem a principal motivação económica, resultando num aumento da quota de mercado das partes envolvidas.

Pelo autor (Gaughan, 2002), as sinergias operacionais podem ser originadas a partir de dois motivos, designadamente, pela redução de custos ou pela eficiência nos ganhos, sendo normalmente provenientes nos casos em que as fusões são horizontais ou verticais. Relativamente ao primeiro motivo, os autores (Clemente & Greenspan, 1998) referem este tipo de sinergias como *Revenue-Enhancing Opportunity* (REO), de modo a representar um produto ou um serviço criado ou reforçado pela fusão de dois atributos distintos por parte das empresas envolvidas, que geram imediatamente um crescimento da receita no curto prazo.

Não obstante, (Gaughan, 2002) argumenta que a eficácia das sinergias do tipo REO é questionável, na medida em que por muito produtivas que sejam as entidades combinadas, a quantificação das suas receitas torna-se um processo mais complexo em relação à quantificação dos seus custos. Pelo mesmo raciocínio, (Clemente & Greenspan, 1998) defendem que existem múltiplas estratégias para melhorar a receita das empresas resultantes de uma operação F&A, através da expansão das suas linhas de produtos e/ou serviços. Contudo, o planeamento incorreto dos seus benefícios constitui uma das principais razões para o fracasso de uma F&A.

As sinergias pela redução de custos podem surgir a partir de economias de escala, isto é, por diminuições no custo unitário que resultam num aumento da escala das operações da empresa. (Gaughan, 2002) refere-se ao termo “*spreading overhead*”, por forma a evidenciar que, por vezes, as empresas operam com custos unitários elevados para níveis de produção baixos. Estes contextos devem-se ao facto de os custos fixos de funcionamento das instalações de produção das empresas encontrarem-se distribuídos por níveis de produção relativamente baixos. Ora, algumas fontes dos ganhos sinérgicos surgem com aumentos de especializações de trabalho e de gestão. Sendo que nestas circunstâncias as empresas envolvidas numa operação de F&A experienciam deseconomias de escala.

Por outro lado, as sinergias financeiras referem-se à possibilidade do custo do capital ser menor quando se concretiza este tipo de operações. Ora, se uma F&A reduzir a volatilidade dos *cash-flows*, o investimento em capital da empresa envolvente terá um menor risco de falência associado. (Higgins & Schall, 1975) referem-se ao termo “*debt coinsurance*” para explicar que uma operação de F&A reduz o risco de detenção de dívida nas empresas individualmente.

No entanto, pelo estudo dos autores (Mueller & Sirower, 2003), partindo de uma população de 168 fusões de grandes empresas nos anos de 1978 e 1990, provaram que as sinergias não são uma motivação significativa para concretizar uma operação F&A. Através de uma metodologia com base na distribuição de ganhos e perdas entre as duas amostras, verificaram a validade da hipótese das fusões serem originadas por sinergias. Os autores concluíram que as razões pelas quais uma fusão ocorreria se basearam na má gestão das empresas, nomeadamente, nas atitudes assertivas e presunçosas em realizar uma operação deste tipo. Além disso, também averiguaram que a independência da gestão das próprias empresas fez com que houvesse um maior número de fusões concretizadas, não tendo em consideração outras opiniões quer internas, quer externas à entidade.

Por outro lado, os autores (Larsson & Finkelstein, 1999) concluíram que a presença de operações complementares às suas atividades aumenta a probabilidade de sucesso de uma F&A, proporcionando a realização de sinergias. Portanto, independentemente da semelhança entre as empresas envolvidas, as sinergias apenas ocorrem no caso de existir integração organizacional. Quanto maior o grau de coordenação e integração entre as entidades, maior o grau de realização de sinergias. Esta conclusão sugere que a origem de sinergias não é uma condição suficiente para as operações de F&A.

1.4.3. Diversificação

Por vezes, as entidades empresariais optam por expandir os seus horizontes e por recorrer a estratégias de diversificação, pela via das operações F&A. Neste sentido, as empresas procuram colmatar as falhas entre recursos que são cruciais para a sustentabilidade do processo inovador, acompanhando a evolução tecnológica (Hitt, Hoskisson, Johnson, & Moesel, 1996; Cassiman, Colombo, Garrone, & Veugelers, 2005; Cloudt, Hagedoorn, & Kranenburg, 2006).

Os autores (Guardo, Harrigan, & Marku, 2019) analisaram o efeito da diversificação nas múltiplas dimensões da atividade creativa. Desta forma, utilizaram um conjunto de indicadores complementares, em particular, o impacto tecnológico, a originalidade dos fluxos de conhecimento e a generalidade da sua aplicabilidade em diferentes domínios tecnológicos. A partir de uma amostra de 120 transações de F&A, verificaram que esta estratégia apresenta um efeito negativo no impacto tecnológico no período pós-aquisição. Por outro lado, a originalidade e a generalidade do conhecimento das empresas adquirentes aumentaram, após a operação de F&A, o que demonstra o benefício da implementação desta estratégia na atividade creativa.

As estratégias de diversificação são benéficas para as empresas que constituem um excesso de recursos inutilizáveis, permitindo a realização de economias de escala (Panzar & Willig, 1981; Teece, 1982; Miller, 2006). A decisão de escolher uma estratégia desta importância é desafiadora, pelo que exige constituir um portfólio tecnológico capaz de melhorar a criatividade da empresa e a sua competitividade (Patel & Pavitt, 1997; Piscitello, 2004; Huang & Chen, 2010).

Deste modo, a heterogeneidade do portfólio de uma empresa constitui uma das diversas estratégias de diversificação. Pela Teoria do Portfólio, existe uma redução do risco associado aos benefícios por parte dos investidores, quando optam por esta mesma conceção. Contudo, esta teoria perde um pouco a clareza quando se aplica ao capital das empresas, dada a volatilidade considerável dos seus lucros (Gaughan, 2002). Por esta razão, é primordial que os gestores das empresas tenham em consideração a variância dos seus portfólios, pela regra M-V (*Mean Returns-Variances*) do autor (Markowitz & Todd, 2000), para que haja uma adequada ponderação do risco, expresso em termos da variância, relativamente à rentabilidade esperada.

Um dos demais benefícios desta abordagem assenta na decisão de entrar em indústrias mais rentáveis. Pelo estudo de (Montgomery, 1985), as empresas altamente diversificadas apresentam um menor poder de mercado, em relação às menos diversificadas. (Caves, 1981) salienta que a diversificação aumenta as oportunidades de preços predatórios, pelo que (Montgomery, 1985) defende que as empresas mais diversificadas beneficiam de um poder colusivo sempre que entram em novos mercados. No mesmo sentido, o presente artigo sugere que a diversificação poderá apresentar vantagens que derivam da eficiência de custos e não do poder de mercado, não havendo uma relação significativa entre esta e a performance da empresa (Palepu, 1985).

Aliado a esta abordagem, existem também benefícios para os conglomerados que optem por entrar em novos mercados, através desta mesma estratégia. Efetivamente, o estudo (Elgers & Clark, 1980) evidencia que os conglomerados permitem maiores ganhos, comparativamente às empresas não conglomeradas, a partir de uma amostra de 337 fusões, entre os anos 1957 e 1975. No entanto, concluíram que os retornos dos acionistas eram maiores no caso de uma aquisição horizontal e/ou vertical, relativamente a operações conglomeradas. Do mesmo modo, as empresas conglomeradas tendem a operar em posições de mercado precárias, o que significa que as mesmas possuem uma quota de mercado relativamente baixa, onde a estrutura de mercado constitui níveis baixos de produtividade entre rivais (Hopkins, 1987).

Paralelamente a estes mecanismos, existem outros que incidem na exploração de sinergias operacionais (*“Related Diversification”*) e na tentativa de obter benefícios financeiros, partindo da capacidade de endividamento da empresa, devido a uma maior estabilidade dos seus *cash-flows* (*“Unrelated Diversification”*) (Amit & Livnat, 1988). Ambos os estudos de (Palepu, 1985) e de (Amit & Livnat, 1988) argumentam que as empresas que optem por uma estratégia de *“Related Diversification”* possuem, em média, uma maior rentabilidade, comparativamente com aquelas que escolhem uma estratégia *“Unrelated Diversification”*, visto que, neste último caso, não há a capacidade de aproveitar e especializar os recursos correntes (Gaughan, 2002).

1.4.4. Motivos económicos

Para além das motivações anteriormente referidas, existem outros motivos económicos para a concretização de F&A, nomeadamente, a integração horizontal e a integração vertical (Gaughan, 2002). Pelo mesmo autor, a primeira conceção refere-se ao

aumento do poder de mercado, como resultado das F&A dos rivais. Por outro lado, uma integração vertical envolve as F&A de empresas que apresentam uma relação vendedor-comprador.

De acordo com (Montgomery, 1994), existem três teorias que podem explicar a motivação para as diversas integrações. Efetivamente, a primeira – *“The Market-Power View”* - incide na obtenção de um poder de mercado semelhante ao de um conglomerado. Inicialmente, o termo surgiu como *“Conglomerate Power”* (Edwards, 1955), para explicitar a preocupação dos seus potenciais efeitos num meio anticompetitivo, por parte das empresas.

Na verdade, existem três formas distintas que permitem a realização desse mesmo poder de mercado. Em primeiro lugar, a prática da subsídio cruzada (*“Cross-subsidization”*) ocorre quando uma empresa utiliza os seus lucros de um único mercado para alcançar práticas de preços predatórios num outro mercado. Em segundo lugar, a prática da tolerância mútua, onde os concorrentes reconhecem as suas interdependências e competem entre si de forma menos resistente (Edwards, 1955). Por último, a prática da compra recíproca surge quando as inter-relações entre as grandes empresas diversificadas excluem os concorrentes mais pequenos dos seus mercados (Bernheim & Whinston, 1990). É de salientar que o receio por parte dos gestores das empresas advém da possível redução da competitividade e de maiores concentrações industriais, que poderão surgir com estas práticas (Montgomery, 1994).

Relativamente à Teoria da Agência – *“The Agency View”* -, na ausência de participações significativas numa empresa, os gestores procuram estratégias de redução de valor para satisfazer os seus próprios interesses à custa dos colaboradores da empresa (Mueller, 1969; Jensen, 1986; Shleifer & Vishny, 1989). Neste sentido, os interesses dos gestores de uma empresa poderão levar a uma expansão excessiva da mesma, pelo aumento da sua procura através de estratégias de diversificação, cujo investimento vai muito mais além do nível da maximização de valor (Shleifer & Vishny, 1989). Além disso, os gestores podem também reduzir o risco associado às suas carteiras, sem beneficiar os acionistas da empresa (Amihud & Lev, 1981). Tendo em conta esta teoria, os gestores das empresas aproveitam-se de benefícios em detrimento dos seus acionistas (Montgomery, 1994).

Em último lugar, a Teoria dos Recursos defende que as empresas são motivadas para recorrer a estratégias de integração, como resposta a um excesso de capacidade dos seus

fatores produtivos (Montgomery, 1994). Contudo, as empresas poderão enfrentar três obstáculos para conseguir atingir uma posição de equilíbrio, designadamente, as dificuldades colocadas pela indivisibilidade dos fatores; as complicações associadas à versatilidade dos mesmos e, por fim, as decisões do uso de fatores produtivos que estão em contínua formação (Penrose & Penrose, 2009). Deste modo, esta perspetiva sugere que o nível de rendimento das empresas é função do seu *stock* de recursos, sendo que uma maior proporção de fatores específicos irá originar maiores retornos marginais e, conseqüentemente, maiores lucros para a entidade (Montgomery & Wernerfelt, 1988).

No que diz respeito ao conceito de integração horizontal, as empresas podem alcançar três tipologias de poder de mercado, em concreto, pela diferenciação do produto, pela consciencialização das barreiras à entrada e, finalmente, pela quota de mercado (Gaughan, 2002). Na realidade, esta integração beneficia a reputação das empresas, por aumentar o número de consumidores que cada uma serve, através do histórico dos seus clientes, permitindo aumentar a probabilidade destes conhecerem a performance das empresas (Cai & Obara, 2009). Além do mais, esta estratégia permite que haja uma poupança de custos, a partir da utilização de ativos semelhantes, cuja manutenção requer competências similares; pelas sinergias na gestão de clientes e, em último lugar, pela publicidade e atividades administrativas, que promovem uma posição mais forte na obtenção de fundos (Fraquelli, Piacenza, & Vannoni, 2004).

Por outro lado, a integração vertical envolve F&A de empresas que estão próximas da sua fonte de abastecimento (*“Backward Integration”*) ou do seu consumidor final (*“Forward Integration”*), sendo que um dos motivos para recorrer a esta iniciativa envolve a fiabilidade das fontes de abastecimento (Gaughan, 2002). Adicionalmente, a poupança de custos que as empresas poderão observar surgem por várias razões. Primeiramente, quando uma empresa a montante aproveita algum poder de monopólio nos preços dos produtos intermédios, há uma combinação de inputs mais eficiente a jusante. Em segundo lugar, este tipo de integração reside num método de evitar custos de transação relacionados com a troca de mercado (Kaserman & Mayo, 1991; Garcia, Moreaux, & Reynaud, 2007). No entanto, uma integração vertical retroativa de uma empresa dominante num setor concorrencial a montante implica um aumento do preço dos fatores de produção e, naturalmente, dos produtos. Face a este contexto, a vantagem, em termos de custos da empresa dominada, pode ou não compensar o efeito negativo no nível de bem-estar geral (Riordan, 1998).

Segundo (Ferreira D. , 2002), existem duas abordagens que explicam a motivação das F&A horizontais. Ora, a Teoria da Maximização de Valor especifica a melhoria da gestão da empresa com base no aumento do poder de mercado e da capacidade negocial, nas economias de escala e, por último, no reforço da eficiência ao nível da produção e da distribuição. Por outro lado, a Teoria da Gestão implica que haja uma substituição da gestão menos eficiente da empresa-alvo, passando a operar a um nível de eficiência superior, originando um reaproveitamento de atividades. No mesmo sentido, (Ruback, Jensen, & Richard, 1983) complementa a eliminação da gestão ineficiente da empresa-alvo, com a criação de *cash-flows* superiores, em relação às empresas envolvidas.

Relativamente às F&A verticais, (Ferreira D. , 2002) enuncia algumas motivações que levam à origem das mesmas, nomeadamente, a obtenção de aproveitamentos de tecnologia, a eliminação ou redução dos custos de publicidade, comunicação, pesquisa, coordenação da produção e cobrança, bem como a melhoria no planeamento de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes.

No que toca à concretização de conglomerados, o mesmo autor considera como principais razões, o controlo de empresas posicionadas em vários mercados, a gestão de exposição do risco mediante a diversificação de atividades e, por fim, a robustez e segurança, dada a maior dimensão que dificulta as aquisições hostis.

1.5. Metodologias de determinação do valor das participações sociais

A avaliação de ações e de empresas é fundamental para os investidores conhecerem os respetivos valores, de modo a tomarem as decisões de forma ótima. Além do mais, no caso das empresas que não se encontram cotadas em bolsa, a única alternativa para avaliar o valor das suas ações consiste, de facto, na utilização de modelos de avaliação, dado não ser possível recorrerem a preços de mercado (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014).

A maximização do valor da empresa e a gestão das suas carteiras compreendem todo o conjunto de benefícios na adoção destas metodologias. Para além da avaliação do valor das ações e das empresas ser subjetiva, encontra-se em constante atualização e a sua dinâmica permite que haja uma melhor decisão e coerência entre preços num processo de F&A (Damodaran, 2005).

De acordo com (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014), existem três conjuntos de métodos de avaliação. Primeiramente, o Modelo de Atualização de Dividendos (*"Dividend*

Discount Model”) avalia as participações sociais pelo o valor atual dos dividendos futuros; o Modelo de Atualização de Fluxos Monetários (*cash flows*) envolve a atualização dos *cash flows* libertados pela atividade empresarial e a atualização dos *cash flows* exclusivamente atribuídos aos acionistas; por último, a Avaliação Relativa consiste na aplicação de múltiplos como meio de comparação para determinar o preço do ativo em questão, utilizando variáveis como o resultado, o valor contabilístico (*“book value”*), o *cash flow* ou as vendas.

É de salientar que o valor do capital acionista (*“Equity Value”*) representa o valor da entidade a distribuir pelos detentores de capital próprio, pelo que o valor da empresa (*“Enterprise Value”*) refere-se à capacidade de criação de riqueza da mesma através da sua atividade. O valor da sociedade (*“Firm Value”*) expressa o valor da atividade empresarial acrescido do valor dos ativos afetos à exploração detidos pela entidade (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014):

$$\begin{aligned}\text{Valor da sociedade} &= \text{Valor do Negócio} + \text{Valor de Mercado dos Ativos} \\ \text{Extraexploração} &= \text{Valor do Capital Acionista} + \text{Valor Atribuível a Outros Agentes}\end{aligned}$$

1.5.1. Valorização do capital acionista

O valor do capital acionista representa o valor das ações correspondente apenas aos detentores de capital próprio, não incluindo o capital alheio (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014).

Pelo autor (Damodaran, 2001), este valor é obtido através do valor esperado do *cash flow* do capital próprio atualizado a uma taxa de retorno exigida pelos investidores de capital na empresa, isto é, pelo custo de capital próprio. É de notar que o *cash flow* a ter em conta é aquele após reunidas todas as despesas, obrigações fiscais, pagamentos líquidos de dívida e necessidades de reinvestimento:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ to Equity}_t}{(1+Ke)^t}$$

Onde:

- *CF to Equity*, é o valor do *cash flow* esperado do capital próprio, no período *t*;
- *Ke*, é o custo do capital próprio.

1.5.1.1. O Modelo de Atualização de Dividendos

O Modelo de Atualização de Dividendos (*“Dividend Discount Model”*) permite avaliar o valor de uma ação, a partir do valor atual dos dividendos que a empresa virá a pagar ao longo da sua existência, pressupondo que esta seja infinita. Contudo, as principais exigências deste modelo assentam no conhecimento antecipado do valor de todos os dividendos futuros que serão pagos pela empresa e na necessidade de realizar inúmeros cálculos para definir o valor de cada ação (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014).

Pela expressão de (Damodaran, 2005), *“The value of an asset is not what someone perceives it to be worth but it is function of the expected cash flows on that asset.”* (p. 696), os fluxos de caixa em consideração constituem fluxos de caixa de ativos, após pagamentos de dívida e realização de reinvestimentos necessários para o crescimento futuro. Desta forma, o valor de cada ação reportado à data 0 é dado por:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1 + R)^i}$$

Onde:

- D_i , é o valor do dividendo do ano i ;

- R , é a taxa de atualização, ou seja, o custo do capital próprio.

Os autores (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014), definem uma primeira variante deste modelo denominada: Modelo de Crescimento Nulo, onde se pressupõe que o valor do último dividendo pago se manterá constante no ano seguinte e sucessivos, pelo que o valor de cada ação irá consistir numa renda perpétua e constante:

$$P_0 = \frac{D}{R}$$

Onde:

- D , é o montante do dividendo;

- R , é a taxa de atualização.

Deste modo, os pressupostos deste modelo fornecem uma perspetiva da avaliação da empresa um pouco irrealista, por considerar taxas de atualização constantes e por assumir

que o mercado funciona da forma mais correta. Assim, ao esperar que os dividendos irão crescer a uma dada taxa de ano para ano poderá resolver o problema inerente a este modelo.

A esse modelo denomina-se o Modelo de Gordon, cujo preço de uma ação é função dos dividendos esperados no final do período corrente, da taxa de crescimento dos dividendos e da taxa de rentabilidade exigida (Brandão, 2018). Neste modelo, pressupõe-se que a taxa de crescimento anual dos dividendos é constante e igual a 'g'. Deste modo, o valor de cada ação reportado à data 0 é dado por:

$$P_0 = \frac{D_1}{R - g}$$

Onde:

- D_1 , é o montante do dividendo esperado no final de um período;

- R , é a taxa de rentabilidade nominal exigida pelo investidor;

- g , é a taxa de crescimento anual dos dividendos.

Por (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014), a aplicabilidade do mesmo é mais adequada a empresas que apresentam um crescimento de longo-prazo estável, o que poderá consistir numa restrição incoerente para a realidade do meio empresarial. Além disso, a taxa de crescimento dos dividendos da empresa não poderá exceder a taxa de crescimento da economia em que a empresa opera, na medida em que se prevê que a taxa de crescimento dos mesmos se prolongue num período de tempo ilimitado (Damodaran, 2005).

Neste sentido, o Modelo de Crescimento por Fases poderá ser o mais adequado para ultrapassar as limitações da aplicação do Modelo de Gordon, visto que é possível utilizar maiores taxas de crescimento para avaliar as empresas (Damodaran, 2005). Pelos autores (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014), para uma empresa que apresente apenas duas fases de crescimento, o valor de cada ação reportado à data 0 é o seguinte:

$$P_0 = \frac{D_1}{R - g_1} \left[1 - \left(\frac{1 + g_1}{1 + R} \right)^{n_1} \right] + \frac{D_{n_1+1}}{R - g_2} (1 + R)^{-n_1}$$

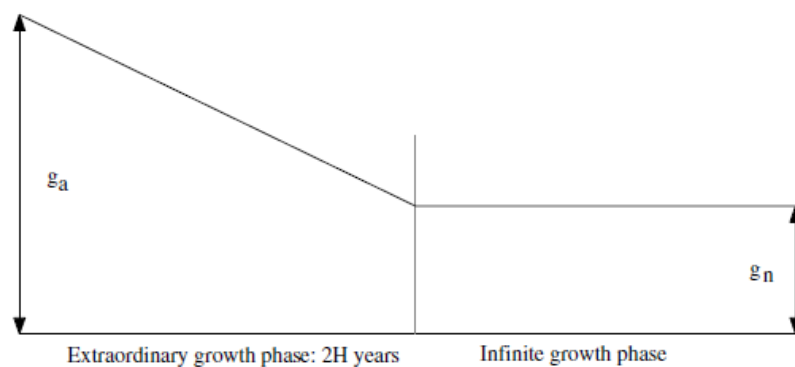
Onde:

- D_1 , é o montante do dividendo na primeira fase;

- D_2 , é o montante do dividendo na segunda fase;
- R , é a taxa de atualização;
- g_1 , é a taxa de crescimento dos dividendos na primeira fase;
- g_2 , é a taxa de crescimento dos dividendos na segunda fase.

No entanto, este modelo poderá ser limitado para algumas entidades que constituem taxas de crescimento bastante mais elevadas. Neste contexto, o autor (Fuller & Hsia, 1984) introduziu o Modelo H, cuja taxa de crescimento dos dividendos na fase inicial do crescimento da empresa diminui linearmente ao longo do tempo, até atingir a taxa de crescimento estável no seu estado estacionário.

Figura 1- Crescimento esperado no Modelo H



Fonte: (Damodaran, 2005)

Efetivamente, a taxa de crescimento dos lucros apresenta um valor inicial relativamente alto (g_a), que passados $2H$ períodos, atinge uma taxa de crescimento estável (g_n). Além do mais, o custo do capital próprio e o reembolso dos dividendos não são afetados pela alteração destas taxas de crescimento.

O pressuposto de que o reembolso dos dividendos possa ser considerado uma variável constante apresenta a possibilidade deste modelo ser inadequado para qualquer empresa que constitua dividendos baixos ou nulos. Embora possa ser pertinente para as entidades que se encontram a crescer a um ritmo mais acelerado (Damodaran, 2005).

1.5.1.2. O Modelo de Atualização de Fluxos Monetários

O Modelo de Atualização de Fluxos Monetários (*“Discount Cash Flow Model”*) permite avaliar uma empresa pelo valor atual dos fluxos monetários previsivelmente libertos pela atividade empresarial (*“Cash Flow to Firm”*) ou libertos exclusivamente para os seus acionistas (*“Free Cash Flow to Equity”*) (FCFE) (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014).

Efetivamente, esta metodologia de avaliação de empresas exige uma quantidade significativa de previsões para o futuro, nomeadamente, situações do negócio das empresas e da conjuntura económica. Aliás, pequenas alterações nos seus pressupostos subjacentes poderão originar valores da empresa bastante divergentes, daí a validade deste modelo estar dependente da qualidade dos dados a incluir (Steiger, 2008).

Para além deste modelo ser dos mais assertivos, flexíveis e apreciados pelas entidades, (Damodaran, 2002) argumenta que existem cenários em que este modelo apresenta uma aplicação mais exigente, tais como, empresas com dificuldades financeiras, com um comportamento cíclico, que possuem ativos inutilizáveis e patentes, entidades cuja estrutura é privada e encontra-se envolvida em processos de aquisição e, por último, empresas de reestruturação.

Pela expressão de (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014), *“Este método é, pois, baseado no cash flow disponível para os acionistas, depois de satisfeito o serviço da dívida, cumprido o plano de investimentos e pagos os impostos ao Estado.”* (p. 525), os fluxos monetários a ter em conta são calculados pela seguinte fórmula:

$$\text{FCFE} = \text{Resultado Líquido} + \text{Amortizações} + \text{Depreciações} - \text{Investimento em Capital Fixo} - \text{Investimento em Fundo de Maneio} - \text{Reembolso de Dívida} + \text{Dívida Obtida} - \text{Interesses Minoritários}$$

Deste modo, os passos inerentes a esta metodologia compreendem a estimação dos *cash flows* esperados, a determinação de uma taxa de atualização apropriada à vida útil do negócio da entidade e, por fim, a atualização dos respetivos *cash flows* à taxa correspondente (Carland & White, 1980). Contudo, (Myers, 1974) argumenta que o período de previsão dos fluxos monetários não deve ir além do tempo em que não se consegue efetuar previsões fiáveis. (Damodaran, 2005) refere-se a um intervalo de tempo entre 5 e 10 anos, enquanto (Gaughan, 2002) sugere um período de 10 a 15 anos para as empresas, cujo crescimento é acentuado ou apresentam um comportamento cíclico.

Neste sentido, o valor de cada ação reportado à data 0 é dado por (Damodaran, 2005):

$$P_0 = \frac{FCFE_{esperado_n}}{K_e - r}$$

Onde:

- $FCFE_{esperado_n}$, é o fluxo monetário futuro no ano n ,

- K_e , é o custo do capital próprio;

- r , é a taxa de crescimento estável.

No entanto, é de referir que este modelo acarreta duas consequências, designadamente, o pressuposto de que o $FCFE$ será pago aos acionistas da empresa, não havendo lugar a margens de lucro para reinvestimentos; e assume que a taxa de crescimento do $FCFE$ inclui a taxa de crescimento futura do rendimento proveniente dos ativos operacionais e não do rendimento devido a aumentos de títulos negociáveis (Damodaran, 2005).

Por último, caso a taxa de crescimento seja a mesma em ambos os modelos, o modelo $FCFE$ irá prever um valor superior se o $FCFE$ for, efetivamente, superior ao valor dos dividendos. No contexto oposto, a empresa terá que adquirir dívida para pagar os seus dividendos ou reduzir os seus investimentos, levando novamente à perda do seu valor (Damodaran, 2005).

1.5.2. Valorização Relativa

A avaliação relativa é um método bastante frequente na análise de empresas, em que o valor de uma ação é dado através da comparação dos rácios financeiros de ações que sejam tidas como comparáveis entre si. O valor de um ativo é expresso a partir do preço de um ativo comparável, sendo que este é padronizado pela utilização de variáveis como, as vendas, o valor contabilístico (*“book value”*), os resultados ou os *cash flows* (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014).

Esta metodologia permite aferir a validade de um projeto, compreender o potencial das estratégias de negócio e os principais fatores que as influenciam. De acordo com (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010), a escolha dos múltiplos para a avaliação da entidade e a seleção da empresa comparável constituem os pontos mais importantes deste método. (Damodaran,

2005) acrescenta ainda o quão é fundamental recorrer a um processo de ajustamento das diferenças entre os ativos a comparar e os seus valores padronizados.

Com efeito, o múltiplo mais utilizado para efeitos de uma avaliação relativa é, de facto, o “*Price-to-earnings*” (“*PER*”), que indica o número de anos que demoraria a recuperar um investimento (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014):

$$PER = \frac{P}{EPS_0}$$

Onde:

-*P*, representa a cotação corrente de uma ação;

-*EPS*₀, simboliza o resultado líquido por ação.

Sendo que o valor de cada ação calculado com base num *PER* comparável obtém-se da seguinte forma:

$$P_0 = P/E \text{ Comparável} \times EPS_0$$

Contudo, este indicador fundamenta-se no pressuposto de que uma empresa deverá ser avaliada a partir dos resultados que gera e não do seu património, ou seja, assume que o a totalidade dos resultados são distribuídos aos acionistas, independentemente do valor temporal do dinheiro (Brandão, 2018).

Além deste múltiplo, existem ainda o “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*” (*EBITDA*), o “*Price to Sales Ratio*” (“*PSR*”) ou, entre outros, o “*Price Book Value*” (“*PBV*”) que permite verificar se o valor de mercado da empresa é, ou não, superior ao valor contabilístico (Brandão, 2018):

$$PBV = \frac{P}{BV_0}$$

Onde:

-*P*, é a cotação de cada ação;

-*BV*₀; é o valor contabilístico de cada ação.

Relativamente à escolha das empresas comparáveis, (Damodaran, 2005) defende que devem apresentar *cash flows* semelhantes à entidade respetiva, um crescimento potencial e

também um risco associado. Na verdade, (Alford, 1992) concluiu que existe evidência de que a variação dos múltiplos pode ser explicada com base no risco e no crescimento, bem como pela indústria em que a empresa opera. No entanto, (Bhojraj, Lee, & Oler, 2003) argumentam que a escolha das empresas comparáveis é mais precisa ao utilizar a classificação da indústria em que a empresa opera, conjuntamente com a variável dos ativos totais.

(Koller, Goedhart, & Wessels, 2010) referencia que, por vezes, muitos analistas consideram que as empresas comparáveis são aquelas que pertencem ao mesmo setor de atividade, porém esta aproximação é baseada no pressuposto de que estas utilizam as mesmas taxas de crescimento, os mesmos retornos de capital investido e estruturas de capital. Segundo estes autores, é de notar a importância de escolher empresas comparáveis com previsões para um capital investido e crescimento semelhantes. De seguida, privilegiar múltiplos baseados em estimativas *“forward-looking”* ou baseados no EBITDA, de forma a mitigar problemas associados a estruturas de capital. Por último, terá que haver um ajustamento dos múltiplos aos itens não operacionais.

A simplicidade e rapidez da aplicação desta metodologia possibilitam que hajam menos pressupostos inerentes à avaliação da empresa, mas pode originar estimativas de valor não tão precisas, por algumas variáveis se encontrarem descuradas. Para além disso, como este método é muito dependente do comportamento do mercado, é mais suscetível de manipulações, pela livre escolha dos múltiplos e da empresa comparável mais desejável (Damodaran, 2002).

Concluindo, é de revelar que esta tipologia de avaliação não integra as características exclusivas da empresa (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014) e só deverá ser utilizada como complemento a outro método da avaliação da empresa em questão (Fernández, 2011).

Capítulo 2: Estudo de caso

2.1. Metodologia adotada: Estudo de caso

Tal como foi referido anteriormente, as operações de F&A envolvem uma grande complexidade no que toca ao seu estudo, implicando uma diversidade de variáveis. Deste modo, o presente relatório irá abordar uma operação desta tipologia, pelo que a metodologia mais adequada a adotar será o estudo de caso.

De acordo com (Yin, 1994), um estudo de caso abrange uma investigação empírica que explora um fenómeno contemporâneo dentro do seu contexto real, principalmente quando os limites entre o fenómeno e o seu enquadramento não estão definidos de forma evidente.

Segundo (Rowley, 2002), esta metodologia sempre foi alvo de discussão entre vários autores, por apresentar certas lacunas, no que diz respeito ao seu rigor e à sua objetividade quando comparada com outras metodologias das áreas sociais. Contudo, pelo autor (Yin, 2003), o estudo de caso permite explorar indivíduos e organizações, através de intervenções complexas, de relações, de comunidades ou de programas. (Baxter & Jack, 2008) estão de acordo com o autor anterior, referindo que o supramencionado contribui para a flexibilidade do estudo de caso de uma F&A.

(Yin, 2003) salienta a importância desta metodologia em responder às questões “Como?” e “Porquê?”. Além disso, o autor sugere a adoção da mesma quando não se consegue manipular o comportamento das partes envolvidas no caso e quando se pretende explicar as condições de toda a contextualização, por se tratarem relevantes para o fenómeno em estudo.

De acordo com (Stake, 1999), o estudo de caso é, normalmente, aplicado como metodologia qualitativa, mas não significa que não possa ser usado como metodologia quantitativa. A diferença encontra-se no foco da investigação qualitativa ser, essencialmente, no significado e na interpretação do caso (Yin, 1994). Do mesmo modo, baseia-se na construção da teoria a partir dos dados.

Uma das principais vantagens em adotar o estudo de caso como metodologia para analisar a operação em questão, consiste na sua aplicabilidade a contextos humanos e a enquadramentos de vida real (Dooley, 2002).

Desta forma, existem vários tipos de estudo de caso, sendo que o mais adequado incide no estudo de caso descritivo, por se tratar da descrição de um fenómeno e do seu contexto na vida real (Yin, 2003).

2.2. Fusões e Aquisições no setor dos MCDT

O mercado dos meios complementares de diagnóstico e terapêutica (MCDT) tem vindo a ser alvo de inúmeras operações de F&A, principalmente no que toca a entidades do setor privado (Field & Peck, 2003). Os mesmos autores argumentam que, dificilmente, uma fusão entre duas organizações é bem-sucedida, neste setor de atividade. Acrescentam ainda que, no caso de uma aquisição, o efeito no valor do acionista é, geralmente, neutro ou negativo, independentemente da data da operação.

Efetivamente, o mercado dos MCDT apresenta uma particularidade, no que diz respeito às suas características e pelas imperfeições que possui, tais como, a incerteza e a assimetria de informação entre os compradores e os vendedores que estão inerentes na atividade deste setor (Gaynor, 1994).

Deste modo, as decisões relacionadas com ganhos de bem-estar social são escolhas “*second-best*”, afetando, de forma prejudicial, a concorrência do próprio mercado e, como consequência, as leis das autoridades da concorrência (Gaynor & Vogt, 2000). (Field & Peck, 2003) evidenciaram que, partindo de um estudo, cerca de 54% das aquisições feitas na década de 90 foram casos de insucesso, devido às atitudes gananciosas e competências vulneráveis dos gestores da empresa-alvo. Além disso, a falta de planeamento pós-integração e a falta de conhecimento prévio da indústria alvo acentuou o fracasso destas transações, que decorreram nos EUA.

Segundo (Field & Peck, 2003), do ponto de vista racional, uma fusão entre duas empresas é concretizada, com o intuito de alcançar novos objetivos estratégicos no plano empresarial da entidade adquirente. Ora, estes objetivos referem-se a aumentos da quota de mercado ou também à expansão das atividades empresariais para novas áreas geográficas. Aliado a este conjunto de propósitos, encontram-se expansões de serviços ou produtos que necessitam de melhorias ou de nova infraestrutura.

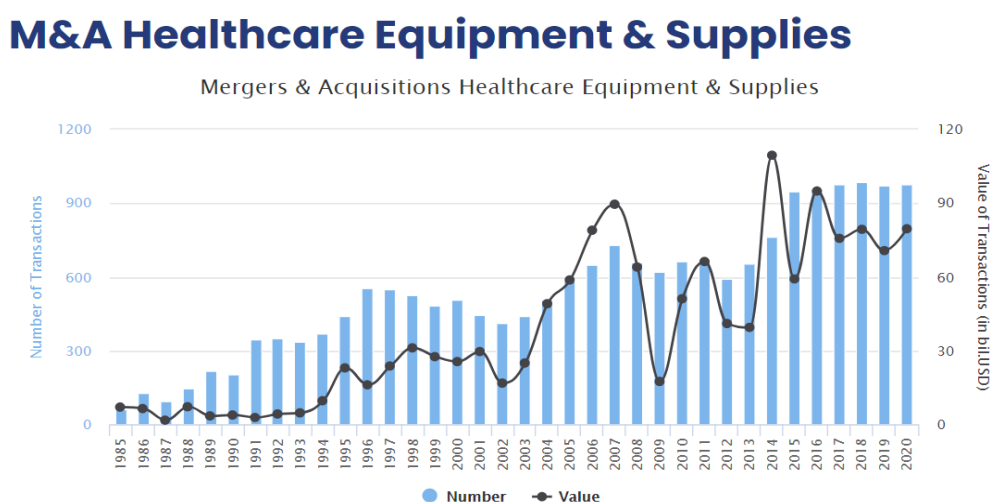
Uma das principais razões que explicam o elevado número de F&A nesta indústria incide no comportamento dos gestores perante estas operações. Não obstante, é regular que estes possam vir a considerar que uma fusão irá criar valor acrescentado para a sua empresa.

Contudo, o seu poder de mercado não é definido pela sua dimensão (Field & Peck, 2003). A estas ocorrências denomina-se falta de informação prévia.

Neste sentido, é de mencionar alguns fatores que induzem a incertezas de F&A no setor dos MCDT, tais como, as expectativas ambíguas dos seus benefícios, os diferentes motivos para a realização das mesmas, a crescente dinâmica que poderá ocorrer no processo de tomada de decisão e, em último lugar, as diferentes perspetivas de F&A dos vários gestores (Field & Peck, 2003).

Pelo gráfico 1, a partir do ano de 2005, o número de F&A observou uma tendência crescente bastante significativa. (Field & Peck, 2003) explicitam que a grande parte desta atividade poderá ser motivada pelas seguradoras de saúde, cujo intuito é a obtenção de cuidados de saúde mais eficientes e mais baratos para os seus clientes.

Gráfico 1 - Fusões e Aquisições no setor dos Fornecimentos e Equipamentos Médicos, a nível mundial, 1985-2020



Fonte: <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries/>

A acrescentar a isto, o facto de se tratar de um setor com um produto diferenciado e a existência de muitas entidades não lucrativas, leva a que haja incentivos a este tipo de atuação (Gaynor & Vogt, 2000). A heterogeneidade das preferências do consumidor e do produto proporcionam um maior poder de mercado às empresas. Quanto menos substituíveis forem os serviços das mesmas, mais baixa será a elasticidade da procura que uma empresa enfrentará, incentivando a ocorrência de F&A (Satterthwaite, 1979).

(Field & Peck, 2003) refere ainda que as organizações envolvidas em F&A neste setor procuram um grau de interdependência estratégico relativamente alto. Pelo contrário, averigüam um elevado grau de autonomia organizacional, afetando as questões da complementaridade entre o setor público e privado, sendo que é neste último que há uma maior concorrência e uma tendência para a ocorrência de F&A.

Com efeito, o mercado da saúde e, conseqüentemente, dos MCDT é considerado competitivo monopolístico, pela maior concentração de serviços médicos ao dispor do utente. Dado o baixo número de hospitais que interagem entre si, o setor hospitalar é caracterizado como sendo um oligopólio de produtos diferenciados. Desta forma, é expectável que os mesmos tenham poder na prática de preços (Gaynor & William, 2000).

De acordo com (Dixit & Stiglitz, 1977), a concorrência de monopólio pode resultar em pouca qualidade ou variedade, em excesso ou apenas no montante certo. (Berry & Waldfogel) refere que a concorrência pode fornecer uma variedade de produtos insuficiente, na medida em que as empresas competitivas não conseguem captar o excedente do consumidor de uma unidade adicional do produto. Assim sendo, poderá não ser tão rentável para as entidades competirem nestes termos. No caso de um excesso de variedade de produtos, já será mais benéfico para as empresas, pela maior captação da procura proveniente de outras entidades. No caso de os preços serem fixados pelas entidades reguladoras, a concorrência poderá levar a uma diferenciação do produto excessiva (Douglas & Miller, 1974).

Naturalmente, as F&A que resultam num aumento do poder de mercado, na discriminação de preços, em tentativas de dissuasão de entrada e em tentativas de redução da concorrência reduzem o bem-estar social. Para além disso, as assimetrias de informação constantes deste mercado levam ao risco moral nos seguros de saúde e à seleção adversa que daí advém (Gaynor & Vogt, 2000).

Tal como podemos verificar pela tabela 1, as operações de F&A no setor da saúde e farmacêutica apresentam uma tendência crescente, a partir do ano 2016. Além disso, a maior parte das operações são do tipo horizontal, ou seja, uma F&A entre duas empresas concorrentes, com o objetivo de aumentar a quota de mercado, atuando no mesmo setor de atividade (Gaughan, 2002).

Do mesmo modo, a complementaridade do setor público com o setor privado no mercado dos MCDT explica o elevado número de F&A horizontais em Portugal no setor privado da saúde, na medida em que este veio colmatar a capacidade de resposta deficitária do Sistema Nacional de Saúde (SNS), através de convenções (Saúde C. E., 2017). Este contexto contribuiu para a redução do abuso de posição dominante do Estado e a sua multiplicidade de responsabilidades, beneficiando, essencialmente, os utentes.

Tabela 1-Operações de F&A realizadas no setor da saúde e farmacêutica, 2012-2019

Controlo de operações de concentração (Concluídas)			
Partes	Ano de Notificação	Ano de Decisão	Tipo de Concentração
Laboratório de Patologia Clínica Hilário de Lima, S.A. - Adquirente	2019	2020	Horizontal
C.N.M - Centro Nacional de Medicina do Trabalho, S.A. - Adquirida	2019	2019	Horizontal
Hospital Particular do Algarve, S.A. - Adquirente	2018	2019	Horizontal
CHIESI FARMACEUTICI, S.p.A. - Adquirente	2019	2019	Conglomerado
Ativos MedicalMedia II - Adquirida	2019	2019	Horizontal
Maló Clinic, S.A. - Adquirida	2019	2019	Conglomerado
Base - Serviços Médicos de Imagiologia, SGPS, S.A. - Adquirente	2019	2019	Horizontal
Grupo Unilabs - Adquirente	2018	2018	Horizontal
Idealmed III - Serviços de Saúde, S.A. - Adquirida	2018	2018	Horizontal
Albimed - Cuidados Médicos, Unipessoal, Lda. - Adquirente	2018	2018	Horizontal
BASE HOLDING SGPS, S.A. - Adquirida	2017	2017	Horizontal
Luz Saúde, S.A. - Adquirente	2017	2017	Horizontal
Montepio Geral - Associação Mutualista, Instituição Particular de Solidariedade Social - Adquirente	2017	2017	Horizontal
Ativos Cytothera - Adquirida	2016	2017	Horizontal
SEGURIHIGIENE - SAÚDE NO TRABALHO S.A. - Adquirida	2016	2016	Vertical
Clínica Médico Cirúrgica de Santa Tecla, S.A. - Adquirida	2016	2016	Horizontal
CLISA - Clínica de Santo António, S.A. - Adquirida	2016	2016	Horizontal
32 Senses, SGPS, S.A. - Adquirida	2015	2015	Conglomerado
Hospital Privado de Santarém - Scalmed, S.A. - Adquirida	2015	2015	Horizontal
Casa de Saúde de Guimarães - Adquirida	2015	2015	Horizontal
Dosrad - Consultoria e Projetos para Instalações de Radiações, Lda. - Adquirida	2013	2014	Horizontal
32 Senses, SGPS, S.A. - Adquirida	2013	2013	Conglomerado
AMIL Participações, S.A. - Adquirente	2012	2013	Vertical
Ali S.p.A - Adquirente	2012	2012	Conglomerado
Davita Inc. - Adquirente	2012	2012	Conglomerado
Centro Hospitalar de S. Francisco, S.A. - Adquirida	2012	2012	Horizontal

Fonte: <https://extranet.concorrenca.pt/PesquisAdC/Results.aspx>

(Field & Peck, 2003) defendem que a maior parte das fusões são, inevitavelmente, horizontais neste setor de atividade. Ora, esta tendência é explicada por condições de substituíbilidade do lado da procura, isto é, o conjunto de todos os produtos e/ou serviços que o consumidor considera substituíveis, em virtude das suas características (o preço e o

uso pretendido); e do lado da oferta, que constitui todos os processos produtivos de diferentes produtos/serviços que partilham tecnologias similares (Saúde E. R., 2013).

2.3. Enquadramento do setor dos MCDT

O SNS não tem conseguido acompanhar e responder, da forma mais satisfatória, a um crescimento significativo da procura de cuidados de saúde (Baganha, Ribeiro, & Pires, 2002).

Efetivamente, existem certos determinantes que influenciam a procura deste bem, tais como, o preço do mesmo ou do serviço, as preferências pelos consumidores, as alterações na dimensão e estrutura populacional, o rendimento disponível das famílias, os seguros de saúde e, por último, o custo de oportunidade do tempo dos consumidores (Fazenda, 2011). (Barros, 2019) realça ainda a importância do próprio estado de saúde do consumidor como o principal fator determinante na procura de cuidados de saúde.

Deste modo, a tendência da procura de cuidados de saúde privados tem sido crescente, pela expansão e melhoramentos nas unidades de saúde respetivas que, por sua vez, incentivam a inovações e ao aumento da concorrência no setor da saúde (Alves, 2013). (Eira, 2011) esclarece que a procura de um melhor nível de bem-estar nas instalações hospitalares, o acesso a resultados mais eficientes de MCDT, a cobertura extensiva por certas especialidades, a resposta rápida aos doentes cirúrgicos e, por fim, a crescente procura de cuidados ligados à estética constituem fatores para este aumento da procura privada de cuidados de saúde.

Neste contexto, o setor privado fornece um maior conjunto de serviços, cuja prestação pública não consegue responder da forma mais eficaz (Ferreira J. , 2009). Com efeito, é expectável que as Entidades Convencionadas e Reembolsos (ECR) venham a apresentar uma maior procura pelos utentes. Na tabela 2, o número de atos complementares de diagnóstico (ACD) realizados em hospitais públicos é bastante superior, em relação às clínicas e Centros de Saúde (CS), no período de 2009 a 2012 (tabela 3). Contudo, considerando um intervalo de tempo mais recente (2016-19), o número de ACD efetuados nas ECR é predominante, traduzindo-se na sua crescente significância no setor da saúde. Embora haja espaço para melhorias no seu desempenho, é de notar a importância que os MCDT estão a alcançar, comparativamente com os hospitais públicos centrais, cuja amostra de utentes é muito maior.

Tabela 2-Evolução dos ACD nos hospitais públicos e nas ERC, na região do Continente, 2016-2019*

Evolução dos ACD (2016-19) - CONTINENTE				
	Hospitais Públicos		ERC	
	2016	2019	2016	2019
Análises Clínicas	89 167 714	95 642 420	12 081 224	11 018 349
<i>Taxa de variação</i>		7%		-9%
Imagiologia	7 639 821	9 673 509	6 113 020	6 198 447
<i>Taxa de variação</i>		27%		1%
Endoscopia	306 883	384 858	425 429	512 119
<i>Taxa de variação</i>		25%		20%

Fonte: INE

Tabela 3-Evolução dos ACD nos hospitais públicos e nas ECR e nos Centros de Saúde, na região do Continente, 2009-2012

Evolução dos ACD (2009-12) - CONTINENTE				
	Hospitais Públicos		ECR + CS	
	2009	2012	2009	2012
Análises Clínicas	82 648 410	84 192 595	58 719	47 137
<i>Taxa de variação</i>		2%		-20%
Imagiologia	7 071 606	7 414 366	6 587	5 723
<i>Taxa de variação</i>		5%		-13%
Endoscopia	360 918	340 605	342	292
<i>Taxa de variação</i>		-6%		-15%

Fonte: INE

Paralelamente, o aumento da esperança média de vida (ver tabela 4 nos Anexos), o envelhecimento da população (ver tabela 5 nos Anexos) e a evolução cultural das populações ilustram um conjunto de fatores exógenos que também influenciam a procura deste tipo de bens (Eira, 2011).

(Guo & Buss, 2006) argumentam que a principal razão pela qual o setor da saúde e, consequentemente, o setor dos MCDT tem sido alvo de desinvestimento consiste no facto do objetivo crucial destes setores de atividade ser a saúde e o bem-estar do consumidor, ao invés da maximização do lucro, como acontece na maior parte dos setores. Por outro lado, este mercado reflete algumas imperfeições ao nível da incerteza e da assimetria de informação que existe entre o vendedor e o comprador (Gaynor & William, 2000).

Na realidade, a incerteza surge, principalmente, ao nível do consumidor, no que toca aos custos destes cuidados, ao tratamento adequado e o seu efeito e, em último lugar, ao

* A partir do ano 2013, os inquéritos aos CS deixaram de ser efetuados.

estado de saúde efetivo do paciente (Ferreira J. , 2009). Além da incerteza e assimetria de informação, (Barros, 2019) salienta a existência de risco moral nestes mercados, contribuindo para potenciais excessos na procura destes bens.

Com efeito, (Alves, 2013) afirma que a nova classe de consumidores no setor da saúde, bem como no setor dos MCDT engloba indivíduos mais bem informados, estando menos sujeitos a assimetrias de informação e cujas preferências compreendem a melhor qualidade, preço e conveniência.

Como resultado, as entidades privadas prestadoras destes serviços têm vindo a representar uma maior flexibilidade na gestão da sua oferta, em relação às públicas (Deloitte Consultores, 2011). Na verdade, (Tountas, Karnaki, Pavi, & Souliotis, 2005) enumeram alguns fatores que contribuíram para o crescimento da oferta privada de cuidados de saúde: a dimensão das listas de espera, as prestações de tratamentos mais rápidas, a alternativa da cobertura de despesas através de um seguro de saúde, a hipótese da escolha do médico e, finalmente, as taxas de infeção dos hospitais públicos.

A mobilidade dos profissionais de saúde entre o setor público e privado contribuiu para o desenvolvimento da oferta privada de cuidados de saúde, bem como os incentivos ao desenvolvimento de serviços privados, a sua contratualização com o setor público, e também a preocupação em solucionar o problema das listas de espera (Teixeira, Cardoso, & Pimenta, 2015).

Comparativamente ao setor dos MCDT em específico, a oferta pública e privada, assim como a procura pública e privada comporta-se de forma bastante semelhante ao setor da saúde, por se tratar de um recurso fundamental para a atividade médica (Eira, 2011). Neste contexto, a transformação empresarial associada ao setor dos MCDT tem em conta as alterações na perceção do consumidor, o desenvolvimento de novos conhecimentos e as contínuas mudanças na estrutura setorial da saúde (McCleary, Patrick, & Schneller, 2006).

2.4. O Mercado dos MCDT em Portugal

Os MCDT representam um papel essencial na atividade clínica, sendo que os utentes poderão ter acesso ao tratamento mais adequado, em qualquer período de tempo (Galvöeira, 2011).

Efetivamente, o mercado dos MCDT em Portugal sempre se destacou pela elevada diferenciação tecnológica inerente aos equipamentos respetivos, contribuindo para um maior custo em investigação e desenvolvimento (Galvões, 2011). Perante uma tendência crescente de terapias inovadoras, houve a necessidade de apostar em melhorias tecnológicas neste setor de atividade (Rischatsch, 2015), o que contribui para o aumento da despesa em saúde. Na tabela 6, em termos absolutos, é notável que os encargos do SNS com o setor convencionado na área dos MCDT apresentam uma tendência crescente desde o ano 2016, o que, naturalmente, influencia a despesa em saúde.

Tabela 4-Encargos com o Setor convencionado na Região Norte, por área de MCDT, 2016-2019 (€)

Encargos com o Setor Convencionado na Região Norte, por área de MCDT				
	2016	2017	2018	2019
Análises Clínicas	61 471 835,97	61 329 660,51	62 963 717,60	63 060 578,52
<i>Taxa de variação</i>	-6%	0%	3%	0%
Cardiologia	7 660 871,04	7 908 681,18	8 499 917,52	8 926 965,81
<i>Taxa de variação</i>	3%	3%	7%	5%
Radiologia	38 692 282,26	39 887 977,58	41 083 452,77	41 499 001,62
<i>Taxa de variação</i>	-1%	3%	3%	1%
Endoscopia	24 761 067,12	26 622 467,39	28 618 647,50	28 392 843,27
<i>Taxa de variação</i>	8%	8%	7%	-1%

Fonte: INE

Pela tabela 7, é possível verificar que a despesa em saúde tem vindo a aumentar progressivamente desde o ano de 2016. Um dos principais aspetos que influencia esta tendência consiste nos índices de envelhecimento e na esperança média de vida, cujos indicadores também têm vindo a aumentar em Portugal.

Tabela 5-Evolução das despesas em saúde, Portugal

Evolução das despesas em saúde - Portugal				
Anos	Despesa corrente em saúde (% do PIB)	Despesa corrente pública (em % desp. Corrente)	Despesa do Estado em saúde per capita	Despesa do Estado em saúde em % PIB
2009	10,2	67,6	911,5	5,5
2010	10,2	67,4	924,7	5,4
2011	9,7	65,5	868,7	5,2
2012	9,5	62,6	989,4	6,2
2016	9,4	64,6	853,4	4,7
2017	9,3	64,2	850,2	4,5
2018	9,4	64,5	866	4,3
2019	9,6	64,1	~927,3	~4,5

Fonte: INE

Ora, (Cadamuro, et al., 2019) defendem que, frequentemente, o acesso ao melhor tratamento só é possível com recurso aos MCDT, mas (Harrison, Auerbach, Quinn, Kynoch, & Mourad, 2014) realçam a existência de uma solicitação excessiva de MCDT nos meios hospitalares, contribuindo para um maior crescimento da despesa em saúde pública. O mesmo acontece em Portugal (Sá, et al., 2017), sendo que para além de serem excessivos, são, por vezes, desnecessários, devido às preferências dos consumidores (Martins, et al., 2013).

Deste modo, é previsível que haja uma deterioração da qualidade dos cuidados de saúde (Walraven & Naylor, 1998), havendo o risco de tratamentos incorretos, uma maior sobrecarga dos serviços e equipamentos e, por último, um desconforto no consumidor (Freedman, 2015). (Moynihan, Doust, & Henry, 2012) acrescentam ainda que o custo de oportunidade derivado dos recursos inutilizáveis tem aumentado, afetando negativamente o setor dos MCDT e, conseqüentemente, o da saúde.

Na verdade, um dos principais desafios que este setor acarreta dirige-se, predominantemente, ao setor público. Nos últimos anos, a maior parte dos serviços e atividades deste mercado são efetuados e requisitados, essencialmente, em clínicas privadas.

A tabela 8 representa o número de ACD realizados nos hospitais públicos e as suas respetivas taxas de variação. É importante destacar as taxas de variação negativas (Ecografia, Mamografia, Endoscopia), significando que os utentes têm vindo a preferir efetuar os MCDT no setor privado. Além disso, as taxas de variação relativas às Análises Clínicas, Imagiologia e Exames Radiológicos são muito baixas, traduzindo-se numa importância, tendencialmente, menor. Por último, as Ressonâncias Magnéticas e as Tomografias Axiais Computorizadas (TAC's) mostram taxas de variação bastante altas, por se encontrarem incluídas num conjunto de MCDT de maior custo.

Tabela 6-Evolução dos ACD realizados nos hospitais públicos, na região do Continente

Evolução dos ACD - CONTINENTE				
ACD realizados nos Hospitais Públicos - Continente				
	2009	2012	2016	2019
Análises Clínicas	82 648 410	76 904 127	89 167 714	95 642 420
<i>Taxa de variação</i>	-7%		7%	
Imagiologia	7 071 606	7 302 456	7 639 821	8 007 620
<i>Taxa de variação</i>	3%		5%	
Ecografia	1 018 721	1 154 470	1 197 701	1 171 164
<i>Taxa de variação</i>	13%		-2%	
Exames radiológicos	4 665 665	4 624 930	4 557 775	4 593 616
<i>Taxa de variação</i>	-1%		1%	
Mamografias	83 187	90 351	89 946	75805**
<i>Taxa de variação</i>	9%		-16%	
Ressonâncias magnéticas	26 660	163 560	179 482	262 283
<i>Taxa de variação</i>	514%		46%	
TAC	954 926	1 078 929	1 291 160	1 607 520
<i>Taxa de variação</i>	13%		25%	
Outros	6246630	7249517	9 916 172	14 312 798
<i>Taxa de variação</i>	16%		44%	
Endoscopias	360 918	337 263	306 883	246 679
<i>Taxa de variação</i>	-7%		-20%	

Fonte: INE[†]

(Galvöira, 2011) refere alguns dos fatores que contribuem para esta alteração, tais como, a existência de uma maior pressão da procura, a fraca capacidade de fixação de recursos humanos diferenciados, a inexistência de uma rede de informação consistente que possibilite a marcação das consultas e exames entre os CS e respetivos hospitais do SNS e, em último lugar, a inexistência de protocolos terapêuticos.

Efetivamente, a estrutura do mercado dos MCDT é, no curto e médio prazo, bastante competitiva. Existe, de facto, uma concorrência empresarial significativa, principalmente, do lado da oferta privada (Saúde E. R., 2019). Na verdade, é importante realçar alguns fatores que influenciam, positivamente, a concorrência entre os prestadores convencionados, tais como, a disponibilidade de horários, a prestação dos serviços, a inovação tecnológica, a rapidez de fornecimento e a eficiência (Saúde E. R., 2013). Contrariamente, aspetos como,

[†] **Dado que a recolha de dados do número de mamografias foi descontinuada a partir do ano 2019, considera-se na análise o número de mamografias relativo ao ano 2018.

práticas de preços excessivamente altos, a redução da liberdade de escolha dos utentes e, por último, a qualidade reduzida, apontam para um conjunto de efeitos negativos relacionados com a redução da concorrência (Saúde E. R., 2019).

No entanto, estes níveis de concentração elevados encontram-se, essencialmente, nos centros urbanos (Porto e Lisboa), pela maior atratividade de utentes dos prestadores públicos e pela mais alta capacidade produtiva (Saúde E. R., 2008). No que respeita à análise de mercado das Análises Clínicas, existem evidências de um maior número de estabelecimentos nas regiões mais urbanas, contribuindo para um menor grau de concentração das mesmas. O mesmo acontece para o mercado da Radiologia, com a exceção da existência de um maior número de regiões com um grau de concentração muito elevado, por haver, em muitas destas regiões, apenas um prestador de serviços (Saúde E. R., 2013).

Neste contexto, são apontadas as principais barreiras à entrada no mercado dos MCDT, designadamente, a obtenção de acordos com os principais financiadores e a necessidade de autorização de funcionamento. Ora, o licenciamento dos estabelecimentos privados influencia o nível médio de segurança e a qualidade de serviços prestados pelas unidades, sendo que na sua ausência, há a possibilidade de incorrer em riscos dos prestadores não se sentirem suficientemente pressionados para cumprir os requisitos mínimos de qualidade (Saúde E. R., 2008). (Saúde C. E., 2017) acrescenta ainda alguns fatores que prejudicam a entrada neste setor de atividade, nomeadamente, as dificuldades de fiscalização, o desajustamento dos preços e, em último lugar, a contratualização das convenções, por incluir procedimentos bastantes complexos e morosos.

Analisando pelas respetivas Classificações Portuguesas das Atividades Económicas (CAE's), é de salientar que a CAE 86906 – Outras atividades de saúde humana, n.e. engloba a maior parte das atividades terapêuticas (fisioterapia, psicologia, hidroterapia, optometria, homeopatia, entre outros). A CAE 86220 – Atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório inclui todos os MCDT (radiologia, eletrocardiograma, radioterapia, entre outros).

Desta forma, pelas tabelas 9 e 10 nos Anexos, verifica-se um aumento significativo no número de pessoas ao serviço e no número de empresas. Contudo, a taxa de variação do número de saídas de empresas é maior no setor de atividade, expresso pela CAE 86906.

Além disso, é de realçar que as vendas e serviços prestados no setor das atividades de prática médica de clínica especializada (tabela 12) são significativamente superiores, em relação a outras atividades de saúde humana (tabela 11). Este contexto surge pela elevada necessidade de investir em novos equipamentos de alta tecnologia. Para além disso, observa-se um crescimento do resultado líquido em ambas as atividades e também nas restantes variáveis económicas, mas, com maior destaque, nas atividades de prática médica de clínica especializada.

Tabela 7-Indicadores operacionais de Outras atividades de saúde humana, n.e. (milhares de euros)

	Ativo	Vendas e Serviços prestados	Capital Próprio	EBITDA	Resultado Líquido do período
2019	1 715 115	1 153 179	912 740	247 097	114 824
2018	1 664 536	1 070 867	885 006	235 151	110 139
2017	1 599 772	998 627	859 823	206 735	93 399
2016	1 559 617	931 514	831 287	218 199	110 612
2012	1 333 961	783 284	662 910	135 545	23 262
2011	1 368 291	850 395	675 169	175 147	57 516
2010	1 351 127	893 017	655 365	179 251	61 534
2009	1 260 431	936 395	630 989	230 953	105 052

Fonte: Banco de Portugal

Tabela 8-Indicadores operacionais de Atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório (milhares de euros)

	Ativo	Vendas e Serviços prestados	Capital Próprio	EBITDA	Resultado Líquido do período
2019	2 293 411	1 319 257	1 432 028	377 670	204 315
2018	2 117 402	1 239 046	1 332 999	332 527	180 004
2017	1 974 051	1 166 235	1 227 366	313 546	174 140
2016	1 853 331	1 115 954	1 122 592	283 182	141 245
2012	1 568 692	924 577	833 977	240 892	84 894
2011	1 567 217	946 948	770 556	254 901	101 145
2010	1 473 714	931 255	699 240	256 763	111 717
2009	1 130 957	811 018	587 644	239 443	122 577

Fonte: Banco de Portugal

Por último, através das tabelas 13 e 14, constata-se que as atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório, contribuem para um maior crescimento da produção do respetivo setor de atividade. Além disso, ambos os setores de atividade têm aumentado a sua contribuição para o valor acrescentado bruto do país. Nos últimos períodos, é notável que o peso do setor dos MCDT para Portugal tem sido significativo, devido ao aumento do número de empresas a entrar no mercado e também pelo aumento do investimento inerente aos equipamentos que este setor exige.

Tabela 9-Valor acrescentado bruto de Outras atividades de saúde humana, n.e. (milhares de euros)

	Valor acrescentado bruto	VAB (em % da Produção)
2019	549 105	47.18
2018	500 896	46.34
2017	458 285	45.51
2016	419 083	44.55
2012	346 753	43.95
2011	375 241	43.67
2010	383 015	42.61
2009	411 439	43.61

Fonte: Banco de Portugal

Tabela 10-Valor acrescentado bruto de Atividades de prática médica de clínica especializada, em ambulatório (milhares de euros)

	Valor acrescentado bruto	VAB (em % da Produção)
2019	644 683	48.58
2018	574 680	46.12
2017	522 795	44.62
2016	501 925	44.71
2012	409 281	44.08
2011	422 923	44.43
2010	412 403	44.11
2009	372 092	45.70

Fonte: Banco de Portugal

2.5. Análise das empresas envolvidas

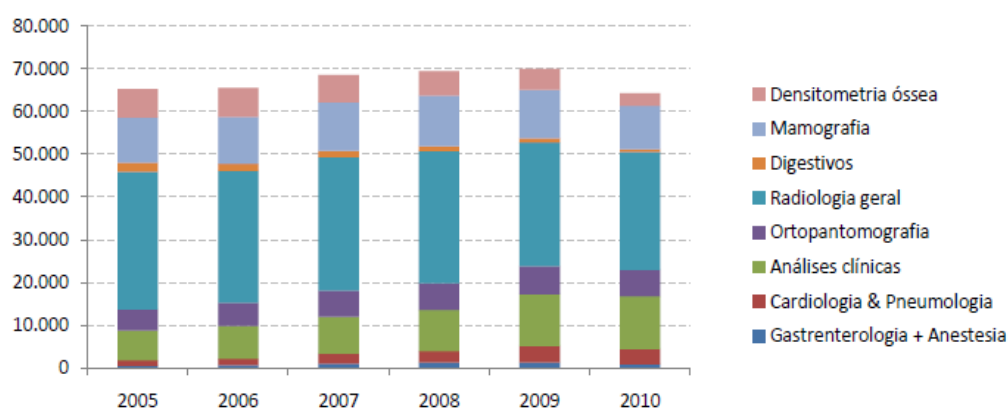
2.5.1. Empresa 1

A Empresa 1 foi fundada no ano 1960 em Angola, cuja principal atividade consistia na prestação de serviços ao nível da radiologia convencional e do tubo digestivo. Mais tarde, em 1977, é transferida para a cidade do Porto, onde iniciou a prestação do serviço de Mamografia, sendo que apenas foi constituída no ano 1985.

É importante salientar que esta empresa apresentava um acordo com a Administração Regional de Saúde do Norte (ARS) para a realização de todas as especialidades de imagiologia nas suas instalações do Porto. Além disso, esta entidade obtinha um número significativo de outras convenções com seguros e subsistemas de saúde, sendo que a totalidade das especialidades de imagiologia não se encontrava abrangida, dispondo de um total de 35 acordos.

Relativamente ao número de exames realizados na Empresa 1 (tabela 15), no período de 2005 a 2010, o montante de exames de imagiologia efetuados permaneceu pouco inalterado. A Radiologia apresentou uma quebra de 14% e a Densimetria Óssea (DO) reduziu-se em 56%, na medida em que o Ministério da Saúde procedeu a algumas alterações na unificação da contabilização de dois exames, desde 2009. Contrariamente, os restantes exames clínicos ilustraram um comportamento positivo.

Tabela 11-Número de exames realizados na Empresa 1, 2005-2010



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

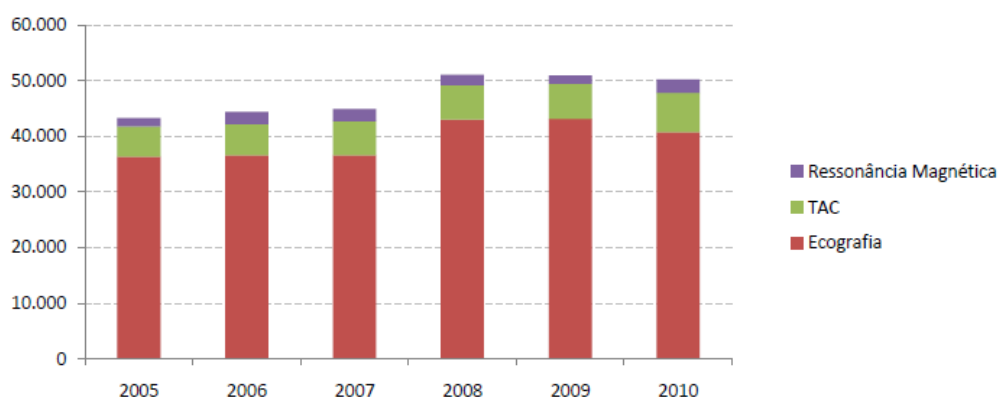
2.5.2. Empresa 2

A Empresa 2 foi constituída em 1990 e as suas instalações eram partilhadas com a Empresa 1. Os principais serviços da Empresa 2 representavam as valências complementares às da Empresa 1, tais como, a TAC, Ecografia e Ressonância Magnética.

Relativamente aos acordos com seguros e subsistemas de saúde, as respetivas convenções da Empresa 1 também eram utilizadas por esta empresa nas especialidades correspondentes. A Empresa 2 apresentava ainda um acordo com o SNS para a realização de exames de ecografia. No entanto, era do interesse da empresa transferir este mesmo acordo para um concelho distinto, de modo a expandir o seu negócio para uma nova localidade.

Tal como referido, a Empresa 2 apenas prestava três ACD. Deste modo, na tabela 16, é visível uma tendência de estagnação da produção de exames, a partir do ano 2008.

Tabela 12-Número de exames realizados na Empresa 2, 2005-2010



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

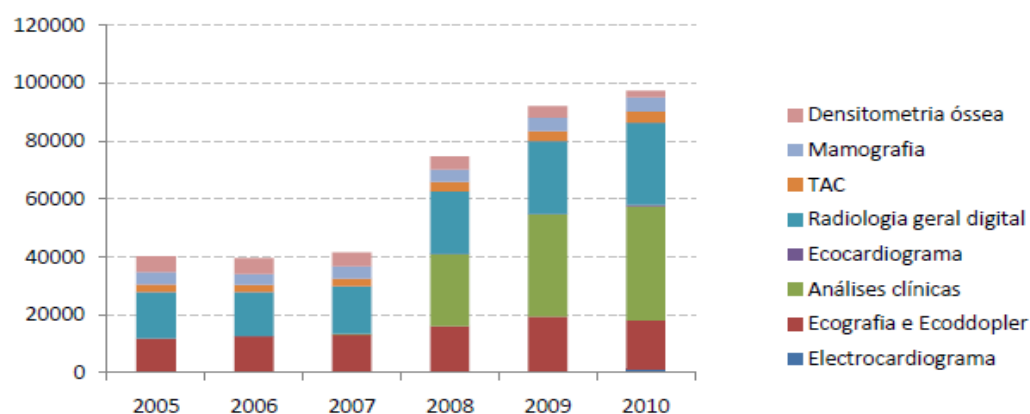
2.5.3. Empresa 3

A Empresa 3 foi constituída em 1988 e, posteriormente, associou-se à Empresa 1 no ano 2007. No sentido de expandir a sua atividade e melhorar a qualidade de serviço, a administração da empresa ponderou a mudança das suas instalações para uma nova clínica situada na mesma cidade. Efetivamente, para além do SNS, esta empresa detinha um conjunto mais restrito de acordos, em relação às outras empresas.

Em relação ao número de exames realizados (tabela 17), é possível verificar que a maior parte dos exames ilustraram uma evolução muito positiva. O aumento do número de exames efetuados (ecografia e ecodoppler, radiologia geral digital, TAC e mamografia) e a realização de novos exames de imagiologia, disponibilizados aos utentes (eletrocardiograma, análises clínicas e ecocardiograma), revelaram ser as principais motivações para estes resultados.

Desta forma, foi a empresa que alcançou uma maior subida do número de exames realizados no período de análise. No entanto, é de salientar a forte quebra de 44% no número de DO efetuadas no ano 2010, conforme aconteceu na Empresa 1.

Tabela 13-Número de exames realizados na Empresa 3, 2005-2010



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

2.5.4. Enquadramento da análise das empresas

Tendo por base a análise dos exames efetuados pelas empresas, é importante comparar os valores com os Centros Hospitalares e com as ECR. Pela tabela 18, a maior parte das empresas apresentou um desempenho negativo, entre 2005 e 2008, comparativamente aos Hospitais do SNS da região norte. As análises clínicas (39%) foram a única tipologia clínica que indicou uma superação do respetivo segmento (9%).

Quanto às ECR, as empresas demonstraram resultados superiores na maior parte dos segmentos, com a exceção da TAC, que não conseguiram acompanhar o forte crescimento.

Tabela 14-Taxa de variação das valências nas empresas, nos hospitais da região Norte e nas ECR, na região do Continente, 2005-2010

Valências Taxa de Variações 2005/08	Empresa 1	Empresa 2	Empresa 3	Hospitais RS Norte	ECR* Continente
Gastrenterologia + Anestesia	154%	-	-	-	-
Cardiologia & Pneumologia	94%	-	-	-	-
Análises Clínicas	39%	-	-	9%	6%
Ortopantomografia	26%	-	-	-	-
RG - Radiologia Geral	-4%	-	35%	4%	-6%
Digestivos	-46%	-	-	-	-
Mamografia	14%	-	0%	22%	-
Densitometria óssea	-16%	-	-18%	-	-
Ecografia e Ecodopler	-	18%	37%	40%	-1%
TAC	-	15%	24%	43%	98%
Ressonância Magnética	-	18%	-	168%	-

Fonte: INE

A estrutura de gastos e o EBITDA de cada uma das empresas representada na tabela 19 incluiu também a análise conjunta das empresas 1 e 2 por partilharem recursos e serviços prestados complementares. Deste modo, pelo EBITDA ajustado observa-se uma maior eficiência da Empresa 3, apresentando uma margem EBITDA de 24%, em relação ao conjunto das empresas 1 e 2. Além do mais, os gastos com fornecimentos e serviços externos (FSE) são os mais representativos no volume de negócios das três empresas.

Tabela 15-EBITDA ajustado das empresas, 2009 (em % do Volume de Negócios)

EBITDA	Empresa 1	Empresa 2	Empresa 1+2	Empresa 3
Ajustado **				
FSE	44%	64%	57%	52%
Pessoal	33%	21%	26%	22%
FSE + Pessoal	77%	85%	82%	75%
EBITDA	20%	13%	16%	24%

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011[‡]

No que diz respeito à dívida financeira das entidades (ver tabela 20 nos Anexos), é de realçar a ascensão da dívida das três empresas no ano 2010. No caso da Empresa 1, os

[‡] ** Exclui movimentos intragrupo e outros ajustamentos.

juros e gastos com financiamento diminuíram, pela descida da taxa de referência (Euribor) no mesmo período.

No mesmo sentido, a Empresa 2 apresentou maior dívida financeira face a anos anteriores. A redução do nível de endividamento, a par da descida da Euribor, contribuiu para a diminuição do peso dos encargos financeiros o volume de negócios da empresa. Por último, a dívida financeira da Empresa 3 no ano 2010 também aumentou face a anos anteriores.

2.6. Motivações da Aquisição

Uma das principais finalidades deste trabalho consiste na definição e análise das motivações da aquisição destas três empresas que operaram no setor dos MCDT. Nesta secção, irão ser apresentadas os determinantes da operação, com base no Relatório de Avaliação de Participações Sociais realizado pela empresa Inovação Financeira, Lda e com recurso à revisão de literatura presente neste trabalho, de forma a discutir as motivações das empresas.

Crescimento e expansão

Tal como se concluiu anteriormente, o setor dos MCDT em Portugal tem sido alvo de inúmeras transações de F&A, em particular, no setor privado. Efetivamente, o processo de consolidação destas operações iniciou-se nos anos 2010 e 2011, coincidindo com o período de ocorrência desta aquisição em análise.

Deste modo, uma das principais motivações desta aquisição consiste no crescimento da atividade dos MCDT efetuados por ambas as empresas, permitindo alargar a partilha de conhecimentos entre si (Silva, 2015) e também eliminar potenciais concorrentes (Dolfsma, 2013).

De forma a acompanhar o crescimento do setor, é importante realçar os fatores predominantes que as empresas enfrentaram, tais como, um ambiente concorrencial mais hostil, as perdas relativas de centralidade geográfica das empresas e, por último, as listas de espera em algumas das suas valências. Assim sendo, tal como foi referido na análise da empresa 3, um dos investimentos prioritários incidiu na construção de novas instalações em terreno próprio já adquirido pela empresa.

Pela tabela 21, verifica-se que a empresa 3 investiu num novo terreno, no ano 2007, para que a sua atividade crescesse nos anos seguintes. Além disso, este investimento traduziu-se num processo de expansão para uma área geográfica distinta e mais vantajosa para a empresa, contribuindo para uma tendência crescente da sua atividade de forma mais rápida (Gaughan, 2002).

Tabela 16-Investimentos da Empresa 3, 2006-2010 (milhares de euros)

Empresa 3	2006	2007	2008	2009	2010
Terrenos e Rec. Naturais	0,0	381,3	0,0	0,0	0,0
Equipamento Básico	39,9	12,0	52,0	89,5	12,3
Equipamento Transporte	15,9	0,0	0,0	0,2	0,0
Equipamento Administrativo	15,6	26,2	2,1	0,3	1,3
Outros Ativos Fixos Tangíveis	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Total	71,5	417,8	54,1	90,0	13,6

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Adicionalmente, tal como referido na análise da Empresa 2, uma das decisões tomadas foi a deslocalização das convenções praticadas por esta entidade e, simultaneamente, pela Empresa 1 na região do Porto. Assim, houve um alargamento da sua atividade, principalmente, nos Exames de Mamografia efetuados numa outra região distinta, que não no Porto. Esta implementação levou à expansão e a um melhor aproveitamento do seu negócio, dado que permitiu o seu acesso a um maior número de utentes em diferentes áreas geográficas.

Sinergias

Pelo autor (Gaughan, 2002), uma sinergia ocorre quando uma concentração de empresas é mais rentável do que as partes individuais das mesmas envolvidas. Além do mais, as sinergias operacionais contribuem para a criação de valor para os acionistas da empresa (Bruner, 2004).

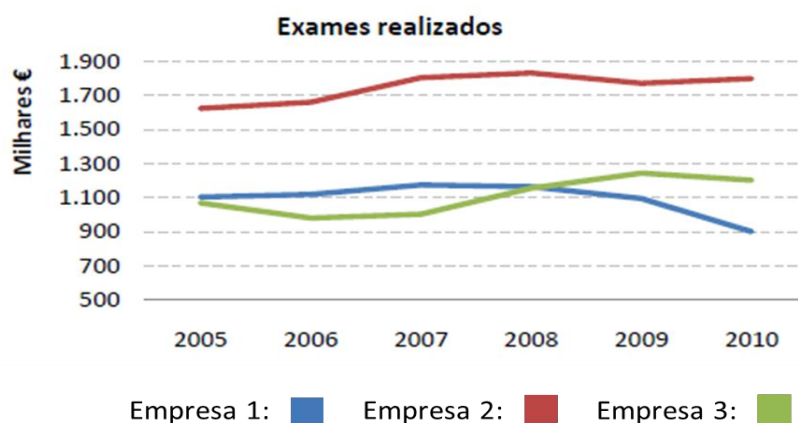
Neste sentido, pela tabela 19, verifica-se que os gastos com FSE e com pessoal absorvem uma parte significativa do volume de negócios das empresas. Numa primeira instância, há a possibilidade das empresas, em particular, a Empresa 2, de se encontrarem com uma estrutura de custos desajustada à sua produção efetiva.

Nestas circunstâncias, as entidades envolvidas na aquisição aparentam experienciar deseconomias de escala na sua generalidade. Efetivamente, este cenário deve-se ao facto de

os custos fixos de financiamento das instalações de produção das entidades encontrarem-se distribuídos por níveis de produção relativamente baixos (Gaughan, 2002). Ambas as empresas envolvidas necessitam de equipamentos altamente tecnológicos e dispendiosos, podendo justificar estas deseconomias de escala.

No entanto, pela tabela 18, verifica-se que as empresas, a nível global, apresentaram um desempenho negativo. Para além disso, o gráfico 2, relativo à evolução do número de exames realizados pelas empresas, indica uma tendência descendente (Empresa 1) e de estagnação (Empresa 2). No caso da Empresa 3, esta performance não se verificou, dada a sua reduzida dimensão da oferta própria e da ausência de uma concorrência forte.

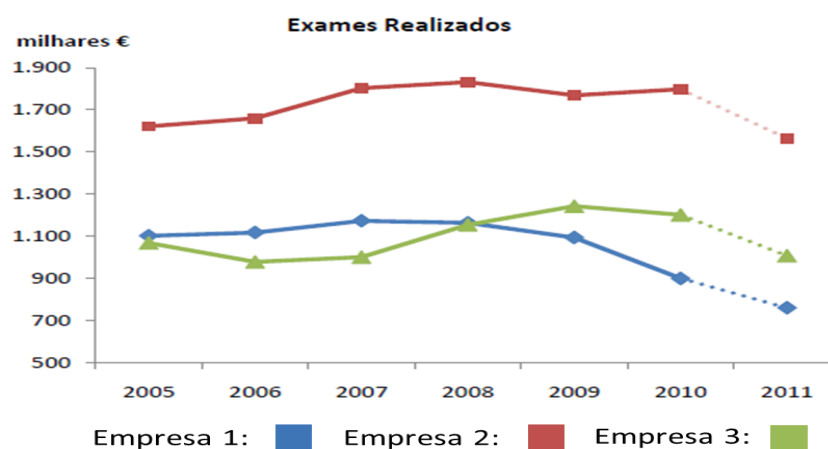
Gráfico 2-Evolução do número de exames realizados pelas empresas, 2005-2010



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Quanto à evolução do valor dos exames realizados, o gráfico 3 ilustra uma quebra de 18,3% do total das receitas da Empresa 1 geradas entre 2005 e 2008, sendo justificada pela redução do valor obtido com os exames de radiografia, digestivos e DO's. A Empresa 2 indica uma estabilização do seu volume de negócios, a partir do ano 2007. Por último, a Empresa 3 reduziu a sua atividade no período de 2005 e 2007. Contudo, apresentou um crescimento forte nos anos de 2008 e 2009, coincidindo com a entrada da Empresa 1 no capital. A partir de 2010, verifica novamente um decréscimo da sua produção.

Gráfico 3-Evolução do valor dos exames realizados pelas empresas, 2005-2011



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

A tabela 22 representa os preços médios por exame dos ACD realizadas pelas empresas, através da divisão das receitas geradas pelo número de exames realizados.

Tabela 17-Taxa de variação dos preços médios das empresas, por ACD, 2005-2010

Valências	Taxa de Variação 05/10		
	1	2	3
Gastrenterologia + Anestesia	-17%		
Cardiologia & Pneumologia	32%		
Análises clínicas (a)	-20%		5%
Ortopantomografia	2%		
Radiologia geral	-7%		-6%
Digestivos	21%		
Mamografia	-1%		-5%
Densitometria óssea	-17%		-16%
Ecografia e Ecodopler		8%	6%
TAC		-25%	-15%
Ressonância Magnética		-30%	
Ecocardiograma (a)			-10%

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011[§]

[§] (a) Na Empresa 3, a taxa de crescimento apurada respeita ao período de 2008 a 2010.

Na verdade, os preços médios na Empresa 1 dos exames de cardiologia e pneumologia, ortopantomografia e digestivos, subiram entre 2005 e 2008, tendo descido nas restantes valências. Relativamente à Empresa 2, destacam-se as quebras de 30% entre 2005 e 2008, no preço médio das ressonâncias magnéticas e de 25% na TAC. Contrariamente, a ecografia observou um acréscimo do preço médio de 8%. Por fim, a Empresa 3 apresentou um aumento de preço de 6%, em relação às ecografias e ecodoppler. As análises clínicas também verificaram um aumento de 5%, sendo que o preço médio dos restantes exames diminuiu.

Perante a evolução do número e do valor dos exames realizados pelas três empresas e pelo comportamento dos preços médios de cada exame, é de salientar que estes fatores contribuíram para acentuar esta deseconomia de escala. Quer pelo lado da redução dos preços médios dos exames, quer pelo lado da diminuição do número de exames realizados, verificou-se uma performance que não acompanhou a estrutura de custos fixos.

Para além dos gastos com FSE serem os mais representativos no volume de negócios de cada uma das empresas, é de destacar as comissões pagas aos médicos, indicadas na tabela 23 nos Anexos.

Diversificação

Muitas entidades empresariais recorrem a estratégias de diversificação pela via das operações de F&A, com o intuito de colmatar as falhas entre recursos que são essenciais para a sustentabilidade do seu processo inovador (Hitt, Hoskisson, Johnson, & Moesel, 1996).

Tal como foi mencionado, o setor dos MCDT é caracterizado por uma constante evolução tecnológica, associada à estrutura dos meios de equipamento utilizados pelas empresas. No caso desta aquisição, a obtenção de recursos materiais mais inovadores consiste num dos determinantes para a performance das empresas, sendo que um dos principais benefícios assenta no acesso a indústrias mais rentáveis (Montgomery, 1985).

Na operação em análise, a estratégia de diversificação passa por adquirir um maior conjunto de valências disponíveis em cada entidade, de modo a responder ao maior número de utentes e à procura de mercado envolvente. Segundo a tabela 24, a junção das três empresas apresenta um portefólio de serviços diversificado, beneficiando da complementaridade entre as diferentes linhas de negócio.

Tabela 18-Valências de cada empresa, 2010

Exames	1	2	3
Gastrenterologia + Anestesia	✓		
Cardiologia & Pneumologia	✓		
Análises clínicas	✓		✓
Ortopantomografia	✓		
RG - Radiologia geral	✓		✓
Digestivos	✓		
Mamografia	✓		✓
Densitometria óssea	✓		✓
Ecografia e Ecodoppler		✓	✓
TAC		✓	✓
Ressonância Magnética		✓	
Ecocardiograma			✓

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Motivos económicos

Uma das motivações mais recorrentes consiste na integração horizontal ou vertical, sendo que a primeira se refere ao aumento da quota de mercado e a segunda quando há uma operação de F&A de empresas que apresentam uma relação vendedor-comprador (Gaughan, 2002).

Pelo mesmo autor, existem três tipologias que promovem poder de mercado, nomeadamente, pela diferenciação do produto, pela consciencialização das barreiras à entrada e, em último lugar, pela quota de mercado.

Deste modo, a presença de um ambiente concorrencial mais hostil nos centros urbanos e a maior incidência no setor privado da saúde, nos anos 2010 e 2011, constituem os principais motivos económicos da aquisição em análise.

Pela tabela 25, verifica-se uma atividade significativa nas ECR, comparativamente com os (CS), no período de 2009 a 2012. Portanto, desde 2009, o setor privado dos MCDT tem sido alvo de grande atividade económica.

Tabela 19-Taxa de variação dos ACD realizados nos CS e nas ECR, na região do Continente, 2009-2012

Taxa de variação ACD (SNS) - 2009-12	Atos complementares de diagnóstico e terapêutica, efetuados e requisitados na área dos Cuidados de Saúde Primários, segundo as entidades produtoras, Continente			
	Centros de Saúde		Entidades Convencionadas e Reembolsos	
	A. C. Diagnóstico (%)	A. C. Terapêutica (%)	A. C. Diagnóstico (%)	A. C. Terapêutica (%)
2009	1,40	4,10	98,60	95,90
2010	1,20	2,60	98,80	97,40
2011	1,30	2,00	98,70	98,00
2012	1,10	1,60	98,90	98,40

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011*

Paralelamente, 58% do rendimento das três empresas concentra-se nas convenções com a ARS, permitindo uma maior exposição às orientações das políticas da saúde, mas também permite que haja um poder monopolístico pelas convenções em carteira.

Para finalizar, uma das estratégias inerentes aos ganhos de quota de mercado consiste na reputação das próprias empresas, pelo aumento do número de consumidores que cada uma serve, aumentando a probabilidade de os clientes percecionarem o desempenho das mesmas (Cai & Obara, 2009). Por outro lado, esta abordagem contribui para uma maior poupança de custos, promovendo um aproveitamento de mercado significativo (Fraquelli, Piacenza, & Vannoni, 2004).

No caso das empresas envolvidas, é importante referir que o reforço da notoriedade da marca das entidades promove uma maior confiança, através da proximidade, acessibilidade e pela rapidez e eficiência no atendimento. Ora, a aquisição destas três empresas permitiu um reforço da sua marca no mercado, aumentando assim a procura e obtendo uma maior quota de mercado.

2.7. Avaliação do valor das participações sociais

Após o enquadramento do setor dos MCDT e da análise das empresas envolvidas, é de destacar a metodologia de avaliação do valor das participações sociais das mesmas para a tomada de decisão dos acionistas. O recurso a modelos de avaliação do valor das ações consiste na hipótese mais adequada, por se tratar de três entidades que não se encontram

* Dado que os inquéritos aos CS foram descontinuados a partir de 2013, não se aplicou a mesma abordagem aos anos 20016-2019.

cotadas em bolsa, não sendo, assim, possível recorrer a preços de mercado (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014).

Desta forma, a aquisição das três empresas envolvidas foi avaliada pelo valor do capital acionista (*“Equity Value”*), traduzindo-se no valor das entidades a distribuir pelos detentores de capital próprio; e, pelo recurso ao múltiplo EBITDA, como termo de comparação para ambas as propostas dos adquirentes.

Antes da análise da metodologia de avaliação, é importante compreender a estrutura de capital das empresas (ver figura 2 nos Anexos), o enquadramento dos fatores externos e internos que influenciaram a valorização, no período de referência e, por último, os pressupostos inerentes a este processo de determinação.

Portanto, quanto aos fatores externos, é de referir o envelhecimento populacional que contribuiu para o crescimento do peso das despesas de saúde no PIB, as fortes restrições orçamentais que condicionaram as políticas públicas e, finalmente, a despesa pública na área da saúde que limitou a expansão *natural* da despesa. Ainda assim, o reduzido crescimento do rendimento disponível das famílias não permitiu atenuar, de forma significativa, as restrições orçamentais à expansão das despesas da saúde.

Em relação aos fatores internos, mencionado anteriormente, as Empresas 1 e 2 apresentaram um crescimento nulo e até negativo, no período de 2009-10. Quanto à Empresa 3, demonstrou uma performance positiva até 2010.

2.7.1. Pressupostos para a avaliação das empresas

De forma a analisar a produção das três empresas no primeiro trimestre do ano 2010, foram desenvolvidos vários cenários de evolução da atividade para os exercícios seguintes. O cenário base corresponde à manutenção da estrutura de custos no período de análise (2010). Os restantes cenários ajustados pressupõem a atuação imediata sobre a estrutura de custos, eliminando os gastos que não forem considerados indispensáveis à atividade operacional da empresa.

Neste sentido, a taxa média de crescimento dos preços foi estimada em função das previsões do Banco de Portugal para o período de 2011 e 2012, mantendo-se inalterada após 2013 (ver tabela 26 nos Anexos). A evolução das taxas de juro foi projetada a partir das

previsões para o indexante utilizado no período em análise – a Euribor a três meses (ver tabela 27 nos Anexos).

Em relação a questões fiscais, foi aplicada uma taxa de IRC (Imposto sobre o Rendimento das pessoas Coletivas) de 12,5% para uma matéria coletável até 12.500€, e 25% para a parte da matéria coletável que exceda os 12.500€, acrescida de uma derrama de 1,5%. Na respetiva avaliação, não se previu a distribuição de dividendos e o prazo médio de pagamento e recebimento mantiveram-se inalterados.

Neste sentido, a projeção realizada para a atividade de cada uma das empresas foi com base nos ajustamentos do EBITDA, efetuados no ano de 2010, tendo-se expurgado os rendimentos e gastos não afetos à exploração. Além disso, as demonstrações financeiras previsionais foram elaboradas excluindo os movimentos intragrupo, com a exceção da comissão paga pela Empresa 2 à Empresa 1 (ver figura 3 nos Anexos).

O volume de negócios foi estimado considerando as expectativas da administração das empresas, formuladas a partir da evolução do negócio nos primeiros meses de 2011. Assim sendo, para cada uma das entidades, foram definidos os cenários ajustados, aqueles que constituem as previsões de todas as correções efetuadas ao EBITDA de 2012. Pelo contrário, o cenário base não incorpora qualquer ajustamento da atividade.

Partindo da tabela 28, no cenário moderado, estimou-se uma forte quebra do volume de negócios no ano 2010 (-12% na Empresa 1 e na Empresa 3 e -13% na Empresa 2), um crescimento nominal nulo em 2012 e o início da recuperação da atividade em 2013. No cenário pessimista, o volume de negócio ilustra, novamente, uma quebra em 2012. No cenário otimista, as prestações de serviços crescem, em termos nominais, logo após 2010. Para além disso, estimou-se um crescimento do volume de negócios de 2%, correspondente à taxa de inflação na perpetuidade (Gráfico 4).

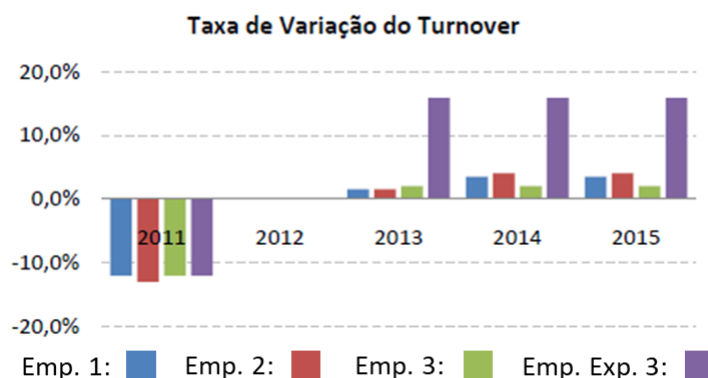
Tabela 20-Cenários de evolução do volume de negócios das empresas envolvidas

Volume de Negócios – cenários de evolução Unid: 1.000 Eur

Volume de Negócios (preços correntes)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Empresa 1								
Base - Moderado	1.056	927	927	941	975	1.010		
Taxa de variação anual		-12,2%	0,0%	1,5%	3,6%	3,6%		
Ajustado - Moderado	1.056	927	927	941	975	1.010		
Taxa de variação anual		-12,2%	0,0%	1,5%	3,6%	3,6%		
Ajustado – Otimista	1.056	938	956	985	1.034	1.086		
Taxa de variação anual		-11,2%	2,0%	3,0%	5,0%	5,0%		
Ajustado - Pessimista	1.056	917	825	825	843	861		
Taxa de variação anual		-13,2%	-10,0%	0,0%	2,2%	2,2%		
Empresa 2								
Base - Moderado	1.820	1.583	1.583	1.607	1.671	1.738		
Taxa de variação anual		-13,0%	0,0%	1,5%	4,0%	4,0%		
Ajustado - Moderado	1.820	1.583	1.583	1.607	1.671	1.738		
Taxa de variação anual		-13,0%	0,0%	1,5%	4,0%	4,0%		
Ajustado – Otimista	1.820	1.602	1.634	1.683	1.767	1.855		
Taxa de variação anual		-12,0%	2,0%	3,0%	5,0%	5,0%		
Ajustado – Pessimista	1.820	1.565	1.409	1.409	1.451	1.494		
Taxa de variação anual		-14,0%	-10,0%	0,0%	3,0%	3,0%		
Empresa 3								
Base - Sem expansão	1.187	1.044	1.044	1.065	1.086	1.108		
Taxa de variação anual		-12,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%		
Com expansão – Moderado	1.187	1.044	1.044	1.210	1.401	1.623	1.880	1.917
Taxa de variação anual		-12,0%	0,0%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	2,0%
Com expansão – Otimista	1.187	1.068	1.089	1.295	1.541	1.832	2.179	2.222
Taxa de variação anual		-10,0%	2,0%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	2,0%
Com expansão – Pessimista	1.187	1.021	918	1.033	1.162	1.307	1.470	1.499
Taxa de variação anual		-14,0%	-10,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	2,0%

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Gráfico 4-Taxa de variação do volume de negócios das empresas envolvidas



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Quanto a outros rendimentos, é de notar o reconhecimento anual do rendimento de 20.000€ pelo contrato celebrado com o laboratório de análises clínicas pelo prazo de 5 anos, por parte da Empresa 1. Um dos demais pressupostos consistiu também nos consumos constantes, sendo que o seu valor foi projetado com base na evolução do volume de negócios.

Os gastos com FSE foram desenvolvidos em função da respetiva natureza variável ou fixa, sendo que os custos variáveis evoluíram de acordo com as taxas de variação previstas para os serviços prestados e os custos fixos aumentaram anualmente com a taxa de inflação.

Face aos gastos com pessoal, assumiu-se um crescimento real nulo dos salários, tendo sido elaborados com base no quadro de pessoal referente ao período de análise e a estrutura de pessoal manteve-se em todos os cenários.

Desta forma, a tabela 29 apresenta a evolução do EBITDA em todos os cenários, no período de 2010 a 2017. Na generalidade, o cenário moderado ajustado apresenta um desempenho bastante positivo em todas as empresas, comparativamente com o cenário base, significando que todas elas conseguiriam responder, de forma ótima, à evolução do mercado dos MCDT. Mesmo nos cenários base, esta tendência crescente do EBITDA é visível, traduzindo-se num crescimento previsível das empresas, independentemente do comportamento deste setor de atividade. A Empresa 3 é a que apresenta uma maior variação no crescimento.

Por outro lado, o cenário pessimista mostra a performance menos positiva das empresas, face à evolução do setor dos MCDT. Ainda assim, este cenário é mais rentável apenas para a Empresa 1, o que não se aplica às restantes.

Tabela 21-Cenários de evolução do EBITDA das empresas envolvidas

EBITDA– cenários de evolução Unid: 1.000 Eur

EBITDA(preços correntes)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Empresa 1								
Base - Moderado	119	37	51	49	59	70		
% Vol. Negócios	11%	4%	5%	5%	6%	7%		
Ajustado - Moderado	207	178	195	196	209	223		
% Vol. Negócios	20%	19%	21%	21%	21%	22%		
Ajustado - Optimista	207	185	214	224	247	272		
% Vol. Negócios	20%	20%	22%	23%	24%	25%		
Ajustado - Pessimista	207	172	130	122	125	129		
% Vol. Negócios	20%	19%	16%	15%	15%	15%		
Empresa 2								
Base - Moderado	299	180	188	188	202	216		
% Vol. Negócios	16%	11%	12%	12%	12%	12%		
Ajustado - Moderado	240	207	217	218	234	250		
% Vol. Negócios	13%	13%	14%	14%	14%	14%		
Ajustado - Optimista	240	213	234	244	266	290		
% Vol. Negócios	13%	13%	14%	15%	15%	16%		
Ajustado - Pessimista	240	201	157	150	158	166		
% Vol. Negócios	13%	13%	11%	11%	11%	11%		
Empresa 3								
Base - Sem expansão	288	199	192	196	200	204		
% Vol. Negócios	24%	19%	18%	18%	18%	18%		
Com expansão - Moderado	288	201	194	190	253	346	457	466
% Vol. Negócios	24%	19%	19%	16%	18%	21%	24%	24%
Com expansão - Optimista	288	213	218	235	327	457	616	628
% Vol. Negócios	24%	20%	20%	18%	21%	25%	28%	28%
Com expansão - Pessimista	288	188	126	97	127	178	239	244
% Vol. Negócios	24%	18%	14%	9%	11%	14%	16%	16%

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

As tabelas 30 e 31 nos Anexos, representam as estimações dos investimentos de cada uma das empresas e a evolução do financiamento da dívida, respetivamente. No caso dos

investimentos, foi tido em conta todo o esforço monetário para a construção de um novo edifício, por parte da Empresa 3 (em expansão), e também todo o reforço das necessidades específicas de cada empresa, a longo-prazo. Tal como mencionado anteriormente, o serviço da dívida foi elaborado conforme a evolução da taxa de juro de referência do período em análise e considerou-se também o financiamento para a construção das novas instalações da Empresa 3 (em expansão).

2.7.2. Metodologia de avaliação

Tendo em conta os pressupostos anteriormente analisados, a avaliação das três empresas compreendeu os cálculos necessários para determinar o valor do capital acionista (*“Equity Value”*), sendo obtido pelo valor esperado do *cash flow* do capital próprio atualizado pelo seu custo (Damodaran, 2001).

No entanto, o valor da empresa (*“Enterprise Value”*) foi mensurado em primeiro lugar, para, posteriormente, excluir o montante da dívida financeira líquida e acrescentar o montante dos ativos não afetos à exploração (ANAE). Este valor corresponde à capacidade de criação de riqueza da entidade através da sua produção efetiva (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014).

Para a determinação do valor do capital acionista, é possível recorrer a dois modelos de avaliação, designadamente, ao modelo de atualização de dividendos (*“Dividend Discount Model”*) e ao modelo de atualização de fluxos monetários (*“Discount Cash Flow Model”*). Efetivamente, a primeira metodologia não foi considerada, na medida em que um dos pressupostos incide na previsão dos pagamentos dos dividendos por parte da empresa, num período de longo-prazo ou, pelo menos, ao longo da sua existência (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014). Ora, partindo dos pressupostos analisados anteriormente e da análise das três empresas, verifica-se a ausência desta assunção, pelas condições financeiras que ambas as entidades apresentaram no ano de 2009 e 2010.

Além do mais, este modelo de avaliação considera taxas de atualização constantes e assume que o mercado funciona da forma mais adequada, o que não se aplica neste setor de mercado. Para além de exigir um conhecimento prévio do valor de todos os dividendos futuros que irão ser pagos pelas empresas, a sua aplicabilidade encontra-se dependente de taxas de atualização que não se enquadram nesta atividade, devido à possibilidade de um ambiente de concorrência hostil no período em análise (Saúde E. R., 2013). Neste

enquadramento, o desajustamento das taxas de atualização não permitem espelhar a totalidade do desempenho das empresas envolvidas na operação, havendo a hipótese de antecipar as suas condições financeiras de forma irrealista.

Deste modo, a metodologia de avaliação que se ponderou ser a mais adequada consiste no modelo de atualização dos fluxos monetários, uma vez que compreende as situações do negócio das empresas e também da conjuntura económica, ou seja, dos fatores externos à operação, por ser um modelo dependente da qualidade dos dados a incorporar na análise (Steiger, 2008).

Apesar de ser dos modelos mais assertivos e flexíveis, apresenta uma aplicação mais exigente nos casos em que as empresas envolvidas detêm dificuldades financeiras (Damodaran, 2002). Daí a opção pela construção dos diferentes cenários ajustados à atividade de cada uma das empresas, havendo a possibilidade de analisar o seu desempenho económico, independentemente da evolução concorrencial e económica do setor dos MCDT.

Neste sentido, a avaliação das empresas decorreu da capacidade de gerar *cash flow*, permitindo identificar o posicionamento estratégico e competitivo das entidades e projetando a sua atividade, de acordo com a evolução macroeconómica e setorial. Tendo em conta o princípio da continuidade da exploração, foi determinado o custo médio ponderado dos capitais (*wacc*), com o intuito de definir a remuneração exigida.

Como ambas as empresas não se encontravam cotadas em bolsa, este custo foi estimado com base nos valores médios das empresas do setor “*Medical Services*” nos EUA, tendo como referência os dados publicados por Damodaran* (ver tabela 32 nos Anexos).

No entanto, ao custo do capital próprio foi acrescido um *spread* de 2,25%, representando o diferencial de risco entre a economia americana e portuguesa. Adicionalmente, presumiu-se que a taxa de custo médio de capital seria constante ao longo do tempo. Relativamente ao valor residual de cada uma das entidades, pressupôs-se que a taxa de crescimento dos fluxos de caixa seria equivalente à taxa de inflação no longo-prazo, ilustrando um crescimento real nulo.

Pela tabela 33 nos Anexos, é de notar um comportamento positivo e um aumento dos fluxos de caixa operacionais de todas as empresas, a partir do ano 2013, relativo ao cenário ajustado moderado. Com efeito, a recuperação da atividade iniciada neste ano é o

cenário, aparentemente, mais realista. Na verdade, a Empresa 1 e 2 apresentaram uma quebra na sua produção no período de 2014, sendo resultado dos efeitos da crise financeira de 2012 em Portugal e, consequentemente, criando um impacto negativo na competitividade das empresas.

Naturalmente, o cenário moderado com expansão da Empresa 3 ilustra uma tendência crescente a partir da sua recuperação, mas também é importante destacar o oposto no período de 2016. Mais uma vez, poderá significar que esta empresa não foi capaz de reunir as condições necessárias para acompanhar o crescimento do setor e a sua concorrência, no médio/longo-prazo. Em relação ao cenário base moderado, é de notar que apenas as empresas 1 e 2 desempenharam uma evolução do seu comportamento semelhante, dando início à sua recuperação, previsivelmente, a partir de 2015.

Partindo do modelo de atualização de fluxos monetários (“*Discount Cash Flow Model*”), o valor da empresa (VE) foi calculado pelo valor atual dos seus fluxos de caixa futuros e o valor da empresa para os acionistas (VEA) foi, posteriormente, determinado com a adição do montante dos ANAE e excluindo a dívida financeira líquida. Ainda assim, esta avaliação abrangeu a mensuração de um prémio de liquidez (PL), derivado do facto das entidades não se encontrarem cotadas em bolsa (tabela 34).

Tabela 22-Avaliação do valor das empresas envolvidas, 2010 (milhares de euros)

Avaliação (31 Dez 2010)	VE	Div Lq.	ANAE	PL	VEA após PL
Empresa 1					
Base - Moderado	-143	899	34	15%	0
Ajustado - Moderado	1.339	899	34	15%	403
Ajustado - Otimista	1.745	899	34	15%	749
Ajustado - Pessimista	521	899	34	15%	0
Emp.2 (exclui convenção e participação da Emp.3)					
Base - Moderado	1.370	600	7	15%	660
Ajustado - Moderado	1.691	600	7	15%	933
Ajustado - Otimista	2.028	600	7	15%	1.219
Ajustado - Pessimista	971	600	7	15%	321
Empresa 3					
Base - Sem expansão	1.425	-254	381	15%	1.751
Com expansão - Moderado	726	-254	0	15%	833
Com expansão - Otimista	1.962	-254	0	15%	1.883
Com expansão - Pessimista	-1.028	-254	0	15%	0

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Tal como mencionado anteriormente, houve a possibilidade da Empresa 2 transferir para uma outra área geográfica (Santa Maria da Feira) uma das convenções com o SNS, de forma a alargar os seus serviços e captar uma maior atratividade do mercado. Assim sendo,

este projeto foi avaliado de forma autónoma, resultando de uma valorização estimada de 220.000 € (ver tabela 35 nos Anexos).

Abrangendo este potencial projeto, a tabela 36 representa o valor dos capitais próprios de cada uma das entidades, de acordo com os diferentes cenários.

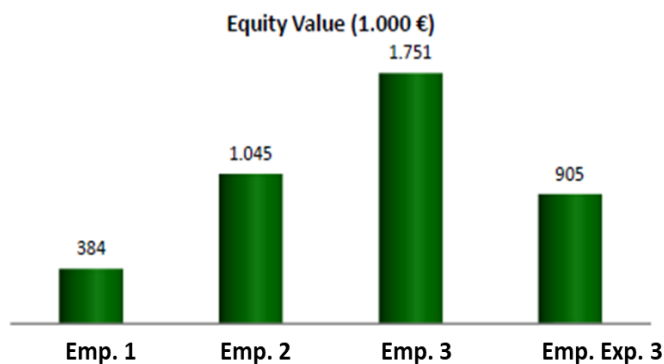
Tabela 23-Valor dos Capitais Próprios das empresas envolvidas, 2010
(milhares de euros)

Valor dos Capitais Próprios	Otimista	Moderado	Pessimista	Valor médio
Empresa 1	749	403	0**	384
Empresa 2*	1.440	1.154	542	1.045
Emp.1 + Emp.2	2.188	1.557	542	1.429
Emp.3 sem expansão	1.751	1.751	1.751	1.751
Emp.3 com expansão	1.883	833	0**	905
Total sem expansão	3.929	3.308	2.292	3.180
Total com expansão	4.071	2.389	542	2.334

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011**

Os valores apresentados no gráfico 5 correspondem à média aritmética das valorizações resultantes dos diferentes cenários ajustados. O valor da Empresa 2 inclui a deslocalização e alargamento da convenção já referida.

Gráfico 5-Valor dos Capitais Próprios das empresas envolvidas



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Como termo de comparação, as empresas foram também avaliadas, através da comparação do rácio financeiro (EBITDA), com o intuito de permitir a validação do projeto, analisar os principais efeitos resultantes e compreender o potencial da estratégia de negócio

** Inclui a valorização da convenção Feira. Exclui a participação na Emp. 3.

** Ignorando eventuais responsabilidades pessoais dos sócios/acionistas pelas dívidas das sociedades. A consideração das garantias pessoais prestadas poderia admitir valores negativos de avaliação.

(Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Esta valorização relativa permite que hajam menos pressupostos associados à avaliação das próprias empresas, mas é possível que haja estimativas não tão precisas, devido a algumas variáveis se encontrarem descuradas.

Deste modo, foi utilizado o múltiplo do EBITDA, relativo ao ano de atividade de 2009, cujo valor utilizado consistiu no múltiplo implícito nas propostas de aquisição apresentadas na tabela 37. Efetivamente, as entidades foram também avaliadas, com base no EBITDA do ano 2010 e 2011, como meio de comparação. É de destacar uma valorização relativa superior no ano 2009, comparativamente com os anos seguintes. Este contexto é explicado pela evolução da atividade das empresas, cujo *cash flow* operacional do exercício de 2009 situou-se 15% acima do EBITDA ajustado de 2010.

Tabela 24-Estimação do EBITDA das empresas envolvidas

Unid: 1.000 Eur

EBITDA 2010	1	2*	3	Total
EBITDA ajustado 2010	207	240	289	737
Múltiplo proposto	5,5	5,5	5,5	5,5
Valor da empresa	1.141	1.322	1.589	4.051
Dívida Financeira Líquida	899	600	-254	1.245
Ativos não afetos à exploração	34	7	381	422
Convenção Feira		220		220
Valor para os sócios/acionistas	276	949	2.224	3.448
Propostas				
Proposta 1 **				
EBITDA (2009)	191	293	367	851
Dívida Financeira Líquida	844	556	-128	1.272
Valor para os sócios/acionistas	206	1.206	2.146	3.558
Proposta 2				
EBITDA (2009)				850
Dívida Financeira Líquida				1.500
Valor para os sócios/acionistas				3.600
EBITDA 2011				
EBITDA Ajustado 2011***	178	207	199	585
Valor para os sócios/acionistas	117	765	1.730	2.613

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011^{††}

Pela tabela 38, o valor do grupo empresarial ascendeu a 3,2 milhões de euros, cujo montante se encontrou abaixo das propostas de aquisição (Proposta 1 e 2), cerca de 3,6 milhões de euros. Na verdade, o primeiro método apresentado (DCF) é o mais apropriado para a avaliação das participações sociais das entidades, por envolver as características intrínsecas de cada uma. Contrariamente, o segundo método (Múltiplo EBITDA) apresenta

^{††} *Não inclui a participação na Emp. 3.

**O valor proposto inclui uma valorização da convenção da Emp. 2 (Feira) de 150 mil euros.

***Cenário moderado ajustado e Emp. 3 sem expansão.

algumas desvantagens para o caso, nomeadamente, o facto de não integrar as características exclusivas das empresas (Fernandes, Mota, Alves, & Rocha, 2014), e a possibilidade de haver suscetíveis manipulações, dada a livre escolha dos parâmetros a incluir na avaliação (Damodaran, 2002).

Tabela 25-Valor das empresas envolvidas, de acordo com os diferentes métodos de avaliação adotados

Unid: 1.000 Eur

Análise Comparativa	1	2**	3***	Total
IF				
DCF*	384	1.045	1.751	3.180
Múltiplo EBITDA 2010	276	949	2.224	3.448
Múltiplo EBITDA 2011****	117	765	1.730	2.613
Propostas				
Proposta 1	206	1.206	2.146	3.558
Proposta 2				3.600

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011[‡]

[‡] *Avaliação pela ótica do DCF. Valor médio considerando igual probabilidade de ocorrência dos 3 cenários (pessimista, otimista e moderado).

**Ao valor aqui indicado para a Emp. 2, acresce o valor da participação financeira na Emp. 3 (49,5%).

***Sem expansão, mas incluindo o valor contabilístico do terreno.

****Considerando o cenário moderado ajustado, na Emp. 1 e Emp. 2, e sem expansão na Emp. 3.

Conclusão

O presente trabalho centrou-se, primeiramente, nas operações de F&A e no seu respetivo enquadramento. A nível mundial, foi possível constatar a dimensão e a contribuição que estes processos apresentam na economia, bem como os seus efeitos, independentemente das perspetivas históricas de F&A.

Ao longo da literatura, é notável a diversidade de contributos e conclusões de vários autores, no que toca à tipologia e motivações de F&A. No entanto, é possível averiguar que a maior parte das opiniões convergem para a relevância da realização de sinergias, da obtenção de economias de escala e, consequentemente, para aumentos da quota de mercado.

Relativamente às metodologias de avaliação das participações sociais, destaca-se a maior contribuição do modelo de atualização dos fluxos monetários e a valorização relativa, na medida em que, pela literatura, são os mais utilizados no mundo empresarial. Além do mais, apresentam maiores vantagens para as entidades, comparativamente ao modelo de atualização dos dividendos.

O setor dos MCDT tem sido alvo de inúmeras operações de F&A nos últimos períodos. Em Portugal, este comportamento também é perceptível, pelo número crescente de transações nos últimos anos. Este mercado é, em particular, muito exigente e robusto, por exigir um progresso tecnológico contínuo e constante.

A aquisição em concreto envolveu vários pressupostos inerentes à metodologia de avaliação das empresas. No entanto, foram utilizados dois métodos de avaliação distintos, cujas conclusões foram divergentes. Ambas as empresas não apresentavam uma situação financeira favorável, pelo que foi de esperar melhorias significativas na sua performance no período pós-aquisição.

As principais motivações desta operação consistiram, fundamentalmente, no crescimento e expansão da atividade das empresas, na obtenção de uma maior quota de mercado e também na tentativa de realização de economias de escala. Dado ser um setor de atividade muito competitivo, a avaliação das participações sociais com base na projeção de cenários ajustados, permitiu ilustrar a produção económica em diferentes perspetivas. Esta abordagem assegurou uma diversidade de valores, cujas propostas de aquisição beneficiaram.

Ainda assim, existem algumas limitações deste estudo, nomeadamente, a falta de conhecimento prévio e com maior detalhe das F&A realizadas no período em análise. Por se tratar de uma transação concretizada no ano 2011, houve dificuldades em enquadrar esta aquisição no meio empresarial, de forma a estudar a concorrência efetiva na época.

Por outro lado, é de salientar a discrepância de valores dos prémios de liquidez e também dos múltiplos utilizados entre o período de 2011 e 2021, influenciando a consistência da análise desta transação em comparação com o período mais recente. Por último, o valor da empresa 3 correspondente ao cenário de expansão apresentou um montante superior à valorização da mesma entidade sem expansão (cenário base). Neste contexto, foi sugerida uma apreciação cuidada do investimento projetado por parte da Empresa 3.

Para pesquisa futura, recomenda-se uma análise mais aprofundada da concorrência efetiva do setor da saúde privado face ao setor público, no sentido de perceber as verdadeiras contribuições das empresas privadas no setor dos MCDT. Para além disso, seria benéfico estudar as orientações públicas para este mercado, de forma a poder criar um ambiente concorrencial menos hostil.

Na realidade, o setor dos MCDT tem vindo a ganhar um maior peso relativo na economia portuguesa, contribuindo para significativos progressos tecnológicos e inovadores, com o intuito de abranger cada vez mais áreas geográficas e, em consequência, um maior número de utentes.

Referências bibliográficas

- Alford, A. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30(1), 94-108. doi:10.2307/2491093
- Alves, R. (2013). *Dinâmica empresarial do setor da saúde humana e ação (apoio) social no distrito de Bragança*. (Master's thesis, Instituto Politécnico de Bragança). Obtido de <https://bibliotecadigital.ipb.pt/handle/10198/8516>
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617. doi:10.2307/3003575
- Amit, R., & Livnat, J. (1988). Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 9(2), 99-110. doi:10.1002/smj.4250090202
- Baganha, M., Ribeiro, J., & Pires, S. (2002). O setor da saúde em Portugal: funcionamento do sistema e caracterização sócio-profissional. *Oficina do CES*, 182, 1-33.
- Barros, P. (2019). *Economia da saúde*. Obtido de https://scholar.google.com/scholar?hl=pt-PT&as_sdt=0%2C5&q=Barros%2C+P.+%282019%29.+Economia+da+sa%C3%BAde.+&btnG=
- Baxter, P., & Jack, S. (2008). Qualitative case study methodology: Study design and implementation for novice researchers. *The Qualitative Report*, 13(4), 544-559.
- Bernheim, D., & Whinston, M. (1990). Multimarket Contact and Collusive Behavior. *The RAND Journal of Economics*, 21(1), 1-26. doi:10.2307/2555490
- Berry, S., & Waldfogel, J. (s.d.). Free entry and social inefficiency in radio broadcasting. *The RAND Journal of Economics*, 397-420. doi:10.2307/2556055
- Bhojraj, S., Lee, C., & Oler, D. (2003). What's my line? A comparison of industry classification schemes for capital market research. *Journal of Accounting Research*, 41(5), 745-774. doi:10.1046/j.1475-679X.2003.00122.x

- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. (1983). The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or synergy? *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 183-206. doi:10.1016/0304-405X(83)90010-7
- Brandão, E. (2018). *Finanças* (9ª Edição ed.). Porto, Portugal: Edição do Autor.
- Bruner, R. (2004). Chapter 1 - Introduction and Executive Summary. Em *Applied Mergers and Acquisitions: Workbook* (pp. 325-347). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Cadamuro, J., Ibarz, M., Cornes, M., Nybo, M., Haschke-Becher, E., Meyer, A. v., . . . Simundic, A.-M. (2019). Managing inappropriate utilization of laboratory resources. *Diagnosis*, 6(1), 5-13. doi:10.1515/dx-2018-0029
- Cai, H., & Obara, I. (2009). Firm reputation and horizontal integration. *The RAND Journal of Economics*, 40(2), 340-363. doi:10.1111/j.1756-2171.2009.00068.x
- Carland, J., & White, L. (1980). Valuing the small business. *Journal of Small Business Management*, 18(4), 40-49.
- Cassiman, B., Colombo, M., Garrone, P., & Veugelers, R. (2005). The impact of M&A on the R&D process: An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness. *research policy*, 34(2), 195-220. doi:10.1016/j.respol.2005.01.002
- Caves, R. (1981). Diversification and seller concentration: Evidence from changes, 1963-72. *The Review of Economics and Statistics*, 63(2), 289-293. doi:10.2307/1924100
- Clemente, M., & Greenspan, D. (1998). *Winning at Mergers and Acquisitions: The guide to market-focused planning and integration*. New York: John Wiley & Sons.
- Cloodt, M., Hagedoorn, J., & Kranenburg, H. V. (2006). Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. *Research Policy*, 35(5), 642-654. doi:10.1016/j.respol.2006.02.007
- Damodaran, A. (2001). *The dark side of valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies*. Obtido de https://books.google.pt/books?hl=pt-PT&lr=&id=ddcjhQX9fX8C&oi=fnd&pg=PR15&dq=damodara+2001+equity+value+&ots=hh1IvtlONy&sig=ag4nkuZxs_UhbIxS6muZiwVXeyE&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. Obtido de https://pdfhall.com/investment-valuation-2nd-editionpdf_5b2290bf097c47e80f8b45cb.html
- Damodaran, A. (2005). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693-784. doi:10.1561/05000000013
- Deloitte Consultores, S. (2011). Saúde em Análise - Uma Visão para o Futuro.
- Dennis, D., & McConnell, J. (1986). Corporate Mergers and Security Returns. *Journal of Financial Economics*, 16(2), 143-187. doi:10.1016/0304-405X(86)90059-0
- Devra Golbe, L. W. (1988). A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy. Em L. W. Devra Golbe, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (pp. 265-310). doi:10.7208/9780226032160-011
- Dixit, A., & Stiglitz, J. (1977). Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity. *The American Economic Review*, 67(3), 297-308.
- Dolfsma, K. M. (2013). *Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century: A multidisciplinary approach*. Palgrave Macmillan. Obtido de https://books.google.pt/books?hl=pt-PT&lr=&id=0XFsmB2MGSwC&oi=fnd&pg=PP2&dq=Understanding+Mergers+and+Acquisitions+in+the+21st+Century:+A+multidisciplinary+approach&ots=4P1IgDiFbO&sig=AUJNEZg9syl8s1rf_q2Wk7cNlRk&redir_esc=y#v=onepage&q=Understanding%20Mer
- Dooley, L. (2002). Case study research and theory building. *Advances in Developing Human Resources*, 4(3), 335-354. doi:10.1177/1523422302043007
- Douglas, G., & Miller, J. (1974). Quality Competition, Industry Equilibrium, and Efficiency in the Price-Constrained Airline Market. *The American Economic Review*, 64(4), 657-669.
- Edwards, C. (1955). Conglomerate Bigness as a Source of Power. Em *Business concentration and price policy* (pp. 331-359). Princeton University Press.
- Eira, A. (2011). *A Saúde em Portugal: A procura de cuidados de saúde privados*. (Master's thesis, Universidade do Porto). Obtido de <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/26931/2/A%20saude%20em%20Portugal%20%20>

A%20procura%20privada%20de%20cuidados%20de%20saude%20%20Ana%20Ei
ra.pdf

- Elgers, P., & Clark, J. (1980). Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence. *Financial Management*, 9(2), 66-72. doi:10.2307/3665170
- Erel, I., Liao, R., & Weisbach, M. (2012). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of finance*, 67(3), 1045-1082. doi:10.1111/j.1540-6261.2012.01741.x
- Fazenda, P. (2011). *O setor da patologia clínica em Portugal: custos públicos e privados de MCDT-Análises Clínicas*. (Master's thesis, Universidade do Porto). Obtido de <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/66320/2/25053.pdf>
- Fernandes, A., Mota, P., Alves, C., & Rocha, M. (2014). *Mercados, Produtos e Valorimetria de Ativos Financeiros*. Coimbra, Portugal: Almedina .
- Fernández, P. (2011). WACC: Definition, Misconceptions and Errors. *Business Valuation Review*, 29(4), 138-144. doi:10.5791/0897-1781-29.4.138
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e reestruturações de empresas-Volume I*. Edições Sílabo.
- Ferreira, J. (2009). *Concorrência Público-Privado no Sistema de Saúde Português: Uma análise explanatória*. (Master's thesis, Instituto Superior Técnico de Lisboa). Obtido de <https://fenix.tecnico.ulisboa.pt/cursos/mebiom/dissertacao/2353642228228>
- Field, J., & Peck, E. (2003). Mergers and acquisitions in the private sector: What are the lessons for health and social services? *Social Policy & Administration*, 37(7), 742-755. doi:10.1046/j.1467-9515.2003.00369.x
- Fishman, A. (2005). Financial Intermediaries as Facilitators of Reputation Acquisition. *Bar Ilan University*. Citeseer.
- Fraquelli, G., Piacenza, M., & Vannoni, D. (2004). Scope and scale economies in multi-utilities: evidence from gas, water and electricity combinations. *Applied Economics*, 36(18), 2045-2057. doi:10.1080/0003684042000245543
- Freedman, D. (2015). Towards better test utilization-strategies to improve physician ordering and their impact on patient outcomes. . *EJIFCC*, 26(1), 15-30.

- Fuller, R., & Hsia, C.-C. (1984). A Simplified Common Stock Valuation Modelo. *Financial Analysts Journal*, 40(5), 49-56. doi:10.2469/faj.v40.n5.49
- Galvöeira, D. (2011). *Meios complementares de diagnóstico e terapêutica*. Obtido de Plataforma Barômetro Social : <http://www.barometro.com.pt/2011/09/27/meios-complementares-de-diagnostico-e-terapeutica/>
- Garcia, S., Moreaux, M., & Reynaud, A. (2007). Measuring economies of vertical integration in network industries: An application to the water sector. *International Journal of Industrial Organization*, 25(4), 791-820. doi:10.1016/j.ijindorg.2006.07.009
- Garfinkel, J., & Hankins, K. (2011). The role of risk management in mergers and merger waves. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 515-532. doi:10.1016/j.jfineco.2011.03.011
- Gaughan, P. (2002). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York, United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Gaynor, M. (1994). Issues in the industrial organization of the market for physician services. *Journal of Economics & Management Strategy*, 211-255. doi:10.1111/j.1430-9134.1994.00211.x
- Gaynor, M., & Vogt, W. (2000). Antitrust and competition in health care markets. *Handbook of health economics*, 1, 1405-1487. doi:10.1016/S1574-0064(00)80040-2
- Gaynor, M., & William, V. (2000). Antitrust and competition in health care markets. *Handbook of health economics*, 1, 1405-1487.
- Gregor Andrade, M. M. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120. doi:10.1257/jep.15.2.103
- Guardo, M., Harrigan, K., & Marku, E. (2019). M&A and diversification strategies: what effect on quality of inventive activity? *Journal of Management and Governance*, 23(3), 669-692. doi:10.1007/s10997-018-9437-5
- Guo, K., & Buss, T. (2006). Entrepreneurship in health and human services organizations: A symposium . *Journal of Health and Human Services Administration*, 28(3/4), 468.
- Gupta, P. (2012). Mergers and acquisitions (M&A): The Strategic Concepts For The Nuptials Of Corporate Sector. *Innovative Journal of Business and Management*, 1(4), 60-68.

- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560. doi:10.1016/j.jfineco.2004.05.004
- Harrison, J., Auerbach, A., Quinn, K., Kynoch, E., & Mourad, M. (2014). Assessing the impact of nurse post-discharge telephone calls on 30-day hospital readmission rates. *Journal of general internal medicine*, 29(11), 1519-1525. doi:10.1007/s11606-014-2954-2
- Hasker, S. (Abril de 2008). *Insights*. Obtido de Thomson Reuters: <https://www.thomsonreuters.com/en.html#>
- Higgins, R., & Schall, L. (1975). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 30(1), 93-113. doi:10.2307/2978433
- Hill, C. W. (1985). Diversified growth and competition: the experience of twelve large UK firms. *Applied Economics*, 17, 827-847. doi:10.1080/00036848500000039
- Hitt, M., Hoskisson, R., Johnson, R., & Moesel, D. (1996). The Market for Corporate Control and Firm Innovation. *Academy of Management*, 39(5), 1084-1119. doi:10.5465/256993
- Hopkins, D. (1987). Strategy and the Market Position of Acquiring Firms. *Strategic Management Journal*, 8(6), 535-547. doi:10.1002/smj.4250080604
- Huang, Y.-F., & Chen, C.-J. (2010). The impact of technological diversity and organizational slack on innovation. *Technovation*, 30(7-8), 420-428. doi:10.1016/j.technovation.2010.01.004
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kaserman, D., & Mayo, J. (1991). The Measurement of Vertical Economies and the Efficient Structure of the Electric Utility Industry. *The Journal of Industrial Economics*, 39(5), 483-502. doi:10.2307/2098457
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Obtido de https://scholar.google.com/scholar?hl=pt-PT&as_sdt=0%2C5&q=Koller%2C+T.%2C+M.+Goedhart%2C+and+D.+Wessels+%282005%29%2C+Valuation%3A+Measuring+and+Managing+the+Value+of+Companies.+John+Wiley+and+Sons%2C+4th+edition+edition.&btnG=

- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating Strategy, Organizational and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A case Survey of Synergy Realization. *Organization Science*, 10(1), 1-26. doi:10.1287/orsc.10.1.1
- Markowitz, H., & Todd, P. (2000). *Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets* (Vol. 66). Obtido de https://scholar.google.com/scholar?hl=pt-PT&as_sdt=0%2C5&q=Markowitz%2C+H.M.+%281987%29.+Mean-Variance+Analysis+in+Portfolio+Choice+and+Capital+Markets%2C+Basil+Blackwell%2C+Oxford.&btnG=
- Marren, J. H. (1993). *Mergers & Acquisitions*. Illinois, United States of America: Business One Irwin.
- Martins, C., Azevedo, L., Ribeiro, O., Sá, L., Santos, P., Couto, L., . . . Hespanhol, A. (2013). A population-based nationwide cross-sectorial study on preventive health services utilization in Portugal - what services (and frequencies) are deemed necessary by patients? *PLoS One*, 8(11). doi:10.1371/journal.pone.0081256
- McCleary, K., Patrick, R., & Schneller, E. (2006). A diagnostic approach to understanding entrepreneurship in health care. *Journal of health and human services administration*, 550-577.
- Miller, D. (2006). Technological diversity, related diversification, and firm performance. *Strategic Management*, 27(7), 601-619. doi:10.1002/smj.533
- Montgomery, C. (1985). Product-Market Diversification and Market Power. *The Academy of Management Journal*, 28(4), 789-798. doi:10.5465/256237
- Montgomery, C. (1994). Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspectives*, 8(3), 163-178. doi:10.1257/jep.8.3.163
- Montgomery, C., & Wernerfelt, B. (1988). Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q. *The RAND Journal of Economics*, 19(4), 623-632. doi:10.2307/2555461
- Moynihan, R., Doust, J., & Henry, D. (2012). Preventing overdiagnosis: how to stop harming the healthy. *Bmj*, 344.
- Mueller, D. (1969). A Theory of Conglomerate Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 643-659. doi:10.2307/1885454

- Mueller, D., & Sirower, M. (2003). The causes of mergers: Tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia. *Managerial and decision economics*, 24(5), 373-391. doi:10.1002/mde.1103
- Myers, S. (1974). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting. *The Journal of Finance*, 29(1), 1-125. doi:10.2307/2978211
- Nocke, V., & Yeaple, S. (2007). Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity. *Journal of International Economics*, 72(2), 336-365. doi:10.1016/j.jinteco.2006.09.003
- Palepu, K. (1985). Conglomerate enterprise and economic performance. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239-255. doi:10.1002/smj.4250060305
- Panzar, J., & Willig, R. (1981). Economies of Scope. *American Economic Review*, 71, 268-272.
- Patel, P., & Pavitt, K. (1997). The technological competencies of the world's largest firms: complex and path-dependent, but not much variety. *Research policy*, 26(2), 141- 156. doi:10.1016/S0048-7333(97)00005-X
- Penrose, E., & Penrose, E. (2009). *The Theory of The Growth of The Firm*. Obtido de https://scholar.google.com/scholar?hl=pt-PT&as_sdt=0%2C5&q=Penrose%2C+E.%2C+%26+Penrose%2C+E.+%282009%29.+The+Theory+of+The+Growth+of+The+Firm&btnG=
- Piscitello, L. (2004). Corporate diversification, coherence and economic performance. *Industrial and corporate change*, 13(5), 757-787. doi:10.1093/icc/dth030
- Riordan, M. (1998). Anticompetitive Vertical Integration by a Dominant Firm. *The American Economic Review*, 88(5), 1232-1248.
- Rischatsch, M. (2015). Who joins the network? Physicians' resistance to take budgetary co-responsibility. *Journal of health economics*, 40, 109-121. doi:10.1016/j.jhealeco.2014.12.002
- Rodrigues, V. (1998). Working Paper de Economia, Universidade Católica Portuguesa - Centro Regional do Porto . *Fusões e aquisições: a evidência empírica*.

- Rossi, S., & Volpin, P. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304. doi:10.1016/j.jfineco.2003.10.001
- Rowley, J. (2002). Using case studies in research. *Management Research News*. doi:10.1108/01409170210782990
- Ruback, M., Jensen, & Richard. (1983). The market for corporate control: The science evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50. doi:10.1016/0304-405X(83)90004-1
- Sá, L., Teixeira, A., Tavares, F., Costa-Santos, C., Couto, L., Costa-Pereira, A., . . . Martins, C. (2017). Diagnostic and laboratory test ordering in Northern Portuguese Primary Health Care: a cross-sectional study. *BMJ open*, 7(11). doi:10.1136/bmjopen-2017-018509
- Sanjay Sehgal, S. B. (2012). The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns: Evidence from BRICKS Markets. *International Journal of Economics and Finance*, 4(11). doi:10.5539/ijef.v4n11p76
- Satterthwaite, M. (1979). Consumer information, equilibrium industry price, and the number of sellers. *The Bell Journal of Economics*, 483-502. doi:10.2307/3003348
- Saúde, C. E. (2017). *O Setor da Saúde: Organização, Concorrência e Regulação* . Obtido de https://cip.org.pt/wp-content/uploads/docs/estudos-e-publicacoes/CIP_O_setor_da_saude_LIVRO.pdf
- Saúde, E. R. (2008). *Estudo sobre a Concorrência no Setor da Imagiologia*. Obtido de https://www.ers.pt/uploads/writer_file/document/81/Sumario_Executivo-Imagiologia.pdf
- Saúde, E. R. (2013). *Acesso, Concorrência e Qualidade no Setor Convencionado com o SNS*. Obtido de https://www.ers.pt/uploads/writer_file/document/886/Relat_rio_Conven__es.pdf
- Saúde, E. R. (2019). *Parecer da ERS sobre a operação de concentração Ccent 2/2019 - BASE/IMAG*. Obtido de https://www.ers.pt/media/3349/ers_-_parecer_base__imag__nao_confidencial_.pdf

- Shleifer, A., & Vishny, R. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139. doi:10.1016/0304-405X(89)90099-8
- Silva, E. S. (2015). *Fusões e Aquisições - Abordagem Contabilística, Financeira e Fiscal*. Vida Económica.
- Stake, R. (1999). *Investigación con estudio de casos*. Obtido de https://books.google.pt/books?hl=pt-PT&lr=&id=gndJ0eSkGckC&oi=fnd&pg=PA9&dq=Investigaci%C3%B3n+con+estudio+de+casos&ots=mSKL--FF2i&sig=ZuYLYGHbmocYXCUI9UmwM55H0zc&redir_esc=y#v=onepage&q=Investigaci%C3%B3n%20con%20estudio%20de%20casos&f=false
- Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods (Seminar Paper) .
- Teece, D. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behaviour & Organization*, 3(1), 39-63. doi:10.1016/0167-2681(82)90003-8
- Teixeira, S., Cardoso, P., & Pimenta, N. (2015). A Newsletter no Contexto das Relações Públicas e da Comunicação Digital: o setor dos serviços de saúde e bem estar em Portugal. *International Journal of Marketing, Communication and New Media* , 3(5).
- Tountas, Y., Karnaki, P., Pavi, E., & Souliotis, K. (2005). The "unexpected" growth of the private health sector in Greece. *Health Policy*, 74(2), 167-180. doi:10.1016/j.healthpol.2005.01.013
- Walraven, C., & Naylor, C. (1998). Do we know what inappropriate laboratory utilization is?: A systematic review of laboratory clinical audits. *Jama*, 280(6), 550-558. doi:10.1001/jama.280.6.550
- Wang, M., & Wong, M. (2009). What drives economic growth? The case of cross-border M&A and Greenfield FDI activities. *KYKLOS*, 62(2), 316-330. doi:10.1111/j.1467-6435.2009.00438.x
- Yin, R. (1994). *Case study research: design and methods*. Obtido de <https://doc1.bibliothek.li/acc/flmf044149.pdf>

Yin, R. (2003). *Case study research: Design and Methods*. Obtido de <https://doc1.bibliothek.li/acc/flmf044149.pdf>

Anexos

Tabela 26-Índice de Envelhecimento, Portugal

Índice de Envelhecimento							
2009	2010	2011	2012	2016	2017	2018	2019
117,8	121,6	125,8	129,4	148,7	153,2	157,4	161,3

Fonte: INE

Tabela 27-Esperança média de vida à nascença, Portugal

Esperança média de vida à nascença (Nº de anos)							
2009	2010	2011	2012	2016	2017	2018	2019
79,3	79,6	79,8	80	80,8	80,8	80,9	80,93

Fonte: INE

Tabela 28-Indicadores de síntese de Outras atividades de saúde humana,
n.e.

Indicadores de Síntese	2012	2019
Nº de pessoas ao serviço	13 956	21 242
Nº de empresas	5 060	5 944
Entradas de empresas (natalidade) (nº)	353	419
Saídas de empresas (mortalidade) (nº)	240	315

Fonte: Banco de Portugal

Tabela 29-Indicadores de síntese de Atividades de prática médica de clínica
especializada, em ambulatório

Indicadores de Síntese	2012	2019
Nº de pessoas ao serviço	11 340	15 609
Nº de empresas	4 328	6 850
Entradas de empresas (natalidade) (nº)	349	802
Saídas de empresas (mortalidade) (nº)	101	253

Fonte: Banco de Portugal

Tabela 30-Dívida Financeira das empresas, 2010 (milhares de euros)

Dívida Financeira (2010)	Empresa 1	Empresa 2	Empresa 3
Financiamentos de CP	350,1	325,0	0,0
Descoberto bancário	0,1	0,0	0,0
Contas correntes caucionadas	350,0	325,0	0,0
Financiamentos de MLP	431,1	445,9	239,2
PME Invest	334,4	334,4	81,0
Outros financiamentos	96,8	11,5	158,2
Contratos de leasing	394,5	70,2	26,0
Total	1 175,6	841,0	265,2

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Tabela 31-Comissões pagas aos médicos, 2010 (em % do Volume de Negócios)

Especialidade	Comissão
RX	30%
Ecografia	50%
TAC	20%
Ressonância Magnética	20%
Densitometria óssea	10%
Mamografia	30%
Ortopantomografia	25%
Digestivos	30%
Anestesia	50%
Cardiologia	50%
Gastroenterologia	50%
Psicopedagogia	90%
Pneumologia	25%
Consultas	75%
Biopsia	40%
Galactografia	30%
Colonoscopia Virtual	15 €
Mamas especiais	50%

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Tabela 32-Taxa de crescimento dos preços

Taxa crescimento preços	2011	2012	2013	2014	2015
Matérias-primas	3,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Vendas	3,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Taxa de inflação	3,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fonte: BdP – “Boletim Económico da Primavera 2011”.

Tabela 33-Evolução das taxas de juro

Taxas de juro	2011	2012	2013	2014	2015
Euribor 1 m	1,2%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Euribor 3 m	1,5%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Euribor 6 m	1,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%

Fonte: Euribor 3m -2011/2012: BdP, “Boletim Económico - Primavera 2011”.

Tabela 34-Estimação dos investimentos das empresas envolvidas (milhares de euros)

Investimento	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Empresa 1	10	10	62	167	38	-	-
Empresa 2	10	10	10	364	102	-	-
Empresa 3							
Base - Sem expansão	0	12	218	42	49	-	-
Com expansão - Moderado	1.000	1.200	78	80	81	83	85

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Tabela 35-Estimação da Dívida Financeira Líquida das empresas envolvidas (milhares de euros)

Dívida Financeira Líquida	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Empresa 1								
Base - Moderado	906	894	932	1.033	1.223	1.286		
Ajustado - Moderado	906	770	681	646	683	583		
Ajustado - Otimista	906	765	665	612	622	487		
Ajustado - Pessimista	906	774	731	743	853	839		
Empresa 2								
Base - Moderado	607	446	207	105	343	285		
Ajustado - Moderado	607	421	167	42	256	174		
Ajustado - Otimista	607	418	153	14	207	99		
Ajustado - Pessimista	607	424	205	116	382	358		
Empresa 3								
Base - Sem expansão	-267	-415	-570	-503	-627	-744		
Com expansão - Moderado	-267	610	1.696	1.676	1.614	1.453	1.173	936
Com expansão - Otimista	-267	599	1.668	1.600	1.463	1.192	846	507
Com expansão - Pessimista	-267	622	1.763	1.842	1.910	1.923	1.871	1.804

Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Tabela 36-Parâmetros utilizados na avaliação do valor das empresas envolvidas

Parâmetro	
K_e - Custo do capital próprio	8,08%
Risco-país	2,25%
K_e ajustado pelo risco país	10,33%
$K_d \cdot (1-t)$ – Custo do capital alheio deduzido do efeito fiscal, sendo “t” a taxa de imposto sobre lucros.	5,76%
$D/(D+E)$ – Peso da dívida na estrutura de capitais, sendo D a Dívida Financeira e E os Capitais Próprios.	30,12%
wacc	8,95%

Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, acedido em Abril de 2011

Tabela 37-Cenários de evolução dos fluxos de caixa operacionais das empresas envolvidas

Unid: 1.000 Eur

FCO*	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Empresa 1							
Base - Moderado	81	30	-26	-104	-14		
Ajustado - Moderado	177	130	77	8	98		
Ajustado - Otimista	182	142	95	33	133		
Ajustado - Pessimista	173	89	39	-53	29		
Empresa 2							
Base - Moderado	199	275	133	-212	98		
Ajustado - Moderado	225	290	156	-189	123		
Ajustado - Otimista	228	300	171	-168	152		
Ajustado - Pessimista	222	254	120	-241	62		
Empresa 3							
Base - Sem expansão	151	156	-68	123	110		
Com expansão - Moderado	-855	-1.005	127	144	211	326	212
Com expansão - Otimista	-844	-995	161	197	337	403	331
Com expansão - Pessimista	-867	-1.043	58	54	92	133	49

*FCO = Resultados Operacionais (corrigidos pelos juros de factoring) após impostos + depreciações e amortizações – investimentos (capital fixo e fundo de maneo).

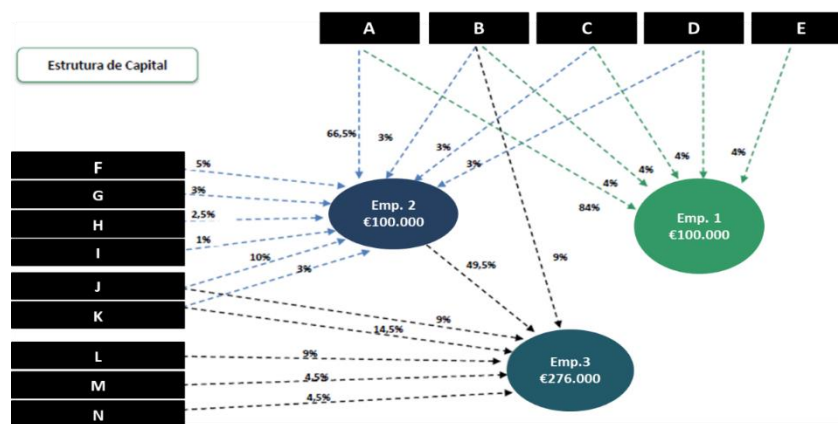
Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Tabela 38-Valor do projeto Feira, 2010 (milhares de euros)

Valor do projeto Feira	324
Participação - Emp.2	80%
Valor para a Emp.2	259
Prémio liquidez	15%
Valor líquido do prémio de liquidez	220

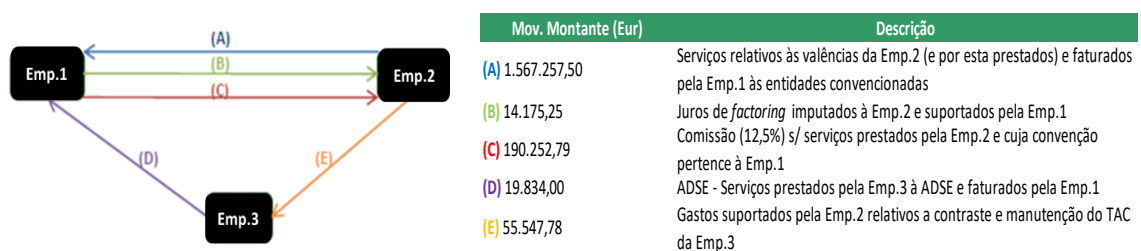
Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Figura 2-Estrutura de Capital das empresas envolvidas



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Figura 3-Movimentos relativos à comissão paga pela Empresa 2 à Empresa 1



Fonte: Relatório de Avaliação das Participações Sociais, I.F., 2011

Empresa 1: Cenário Base (Moderado)

Unid: Milhares €

Balanços	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	1.048	977	956	1.035	987
Ativo Corrente	370	300	294	320	315
Cientes	224	224	227	235	244
Outras Contas a Receber	44	43	44	44	44
Diferimentos	4	4	4	4	4
Caixa e Depósitos Bancários	99	29	19	37	22
Total do Ativo	1.418	1.278	1.249	1.355	1.302
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	260	160	70	-30	-137
Resultado Líquido	-101	-90	-100	-107	-103
Total do Capital Próprio	260	170	70	-37	-140
Passivo					
Passivo Não Corrente	459	304	162	28	-72
Passivo Corrente	700	804	1.018	1.364	1.515
Fornecedores	16	16	17	17	18
Financiamentos Obtidos	533	658	890	1.233	1.380
Outras Contas a Pagar	111	110	111	115	117
Diferimentos	40	20	0	0	0
Total do Passivo	1.158	1.108	1.180	1.392	1.442
Total do Capital Próprio e Passivo	1.418	1.278	1.249	1.355	1.302

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	927	927	941	975	1.010
Consumos	27	27	28	29	30
FSE	478	471	479	493	508
Gastos com Pessoal	384	377	384	392	400
Outros Rendimentos e Ganhos	21	21	21	21	21
Outros Gastos e Perdas	17	17	18	18	19
EBITDA	41	56	53	64	75
Amortizações, Deprec e Ajust.	80	80	83	87	85
EBIT	-39	-25	-30	-23	-10
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	56	59	65	78	89
EBT	-95	-84	-95	-101	-99
Imposto Sobre o Rendimento	6	6	5	5	4
Resultado Líquido	-101	-90	-100	-107	-103

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	-101	-90	-100	-107	-103
Amortizações e depreciações	80	80	83	87	85
Cash Flow Operacional	-20	-9	-17	-20	-18
Investimento em ativo fixo	10	10	62	167	38
Inv. em Fundo de Maneio	-42	19	21	4	6
Cash Flow Líquido	12	-39	-101	-190	-62
Empréstimos bancários	-103	48	171	291	120
Outras obrigações financeiras	-81	-78	-80	-82	-72
Fluxos de capital	-183	-31	90	208	48
Cash Flow após fluxos de capital	-171	-69	-10	18	-15
Disponibilidades (n-1)	270	99	29	19	37
Disponibilidades	99	29	19	37	22

Empresa 1: Cenário Ajustado (Moderado)

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	1.048	977	956	1.035	987
Ativo Corrente	494	452	531	461	547
Clientes	246	246	249	257	266
Outras Contas a Receber	22	22	22	22	22
Diferimentos	4	4	4	4	4
Caixa e Depósitos Bancários	223	181	256	177	255
Total do Ativo	1.542	1.429	1.487	1.495	1.534
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	260	291	334	375	420
Resultado Líquido	31	43	41	45	57
Total do Capital Próprio	391	434	475	520	577
Passivo					
Passivo Não Corrente	459	304	162	28	-72
Passivo Corrente	692	691	850	948	1.030
Fornecedores	14	14	15	15	15
Financiamentos Obtidos	533	558	740	833	910
Outras Contas a Pagar	105	99	95	101	104
Diferimentos	40	20	0	0	0
Total do Passivo	1.151	995	1.012	976	957
Total do Capital Próprio e Passivo	1.542	1.429	1.487	1.495	1.534

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	927	927	941	975	1.010
Consumos	27	27	28	29	30
FSE	420	411	418	431	444
Gastos com Pessoal	301	292	298	304	310
Outros Rendimentos e Ganhos	21	21	21	21	21
Outros Gastos e Perdas	17	17	18	18	18
EBITDA	183	200	201	214	229
Amortizações, Deprec e Ajust.	80	80	83	87	85
EBIT	103	120	118	127	143
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	56	56	58	62	63
EBT	47	64	60	66	81
Imposto Sobre o Rendimento	16	21	19	21	24
Resultado Líquido	31	43	41	45	57

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	31	43	41	45	57
Amortizações e depreciações	80	80	83	87	85
Cash Flow Operacional	111	123	124	132	142
Investimento em ativo fixo	10	10	62	167	38
Inv. em Fundo de Maneio	-35	24	26	2	5
Cash Flow Líquido	136	89	35	-37	100
Empréstimos bancários	-103	-53	121	41	50
Outras obrigações financeiras	-81	-78	-80	-82	-72
Fluxos de capital	-183	-131	40	-42	-22
Cash Flow após fluxos de capital	-47	-42	75	-79	77
Disponibilidades (n-1)	270	223	181	256	177
Disponibilidades	223	181	256	177	255

Empresa 1: Cenário Ajustado (Otimista)

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	1.048	977	956	1.035	987
Ativo Corrente	501	475	526	486	562
Clientes	226	231	238	250	262
Outras Contas a Receber	43	44	44	44	45
Diferimentos	4	4	4	4	4
Caixa e Depósitos Bancários	227	196	240	188	251
Total do Ativo	1.549	1.452	1.482	1.521	1.549
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	260	296	353	415	489
Resultado Líquido	36	57	62	75	95
Total do Capital Próprio	396	453	515	589	685
Passivo					
Passivo Não Corrente	459	304	162	28	-72
Passivo Corrente	694	696	805	904	937
Fornecedores	14	15	15	16	16
Financiamentos Obtidos	533	558	690	783	810
Outras Contas a Pagar	107	103	100	106	111
Diferimentos	40	20	0	0	0
Total do Passivo	1.153	1.000	967	932	865
Total do Capital Próprio e Passivo	1.549	1.452	1.482	1.521	1.549

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	938	956	985	1.034	1.086
Consumos	27	28	29	30	32
FSE	423	420	432	450	469
Gastos com Pessoal	301	292	298	304	310
Outros Rendimentos e Ganhos	21	21	21	21	21
Outros Gastos e Perdas	17	17	18	18	19
EBITDA	190	219	229	253	277
Amortizações, Deprec e Ajust.	80	80	83	87	85
EBIT	110	139	146	166	192
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	56	57	57	59	59
EBT	54	82	89	106	133
Imposto Sobre o Rendimento	18	26	27	32	38
Resultado Líquido	36	57	62	75	95

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	36	57	62	75	95
Amortizações e depreciações	80	80	83	87	85
Cash Flow Operacional	116	137	145	162	180
Investimento em ativo fixo	10	10	62	167	38
Inv. em Fundo de Maneio	-35	27	30	5	7
Cash Flow Líquido	141	100	53	-10	135
Empréstimos bancários	-103	-53	71	41	0
Outras obrigações financeiras	-81	-78	-80	-82	-72
Fluxos de capital	-183	-131	-10	-42	-72
Cash Flow após fluxos de capital	-43	-31	44	-52	63
Disponibilidades (n-1)	270	227	196	240	188
Disponibilidades	227	196	240	188	251

Empresa 1: Cenário Ajustado (Pessimista)

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	1.048	977	956	1.035	987
Ativo Corrente	487	485	455	457	504
Cientes	221	199	199	204	208
Outras Contas a Receber	43	51	43	43	44
Diferimentos	4	4	4	4	4
Caixa e Depósitos Bancários	218	231	209	207	249
Total do Ativo	1.535	1.462	1.411	1.492	1.492
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	260	286	277	255	225
Resultado Líquido	26	-9	-22	-29	-30
Total do Capital Próprio	386	377	355	325	296
Passivo					
Passivo Não Corrente	459	304	162	28	-72
Passivo Corrente	690	781	894	1.140	1.269
Fornecedores	14	13	13	13	14
Financiamentos Obtidos	533	658	790	1.033	1.160
Outras Contas a Pagar	103	90	91	94	95
Diferimentos	40	20	0	0	0
Total do Passivo	1.149	1.085	1.056	1.167	1.196
Total do Capital Próprio e Passivo	1.535	1.462	1.411	1.492	1.492

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	917	825	825	843	861
Consumos	27	24	24	25	25
FSE	416	378	380	388	396
Gastos com Pessoal	301	292	298	304	310
Outros Rendimentos e Ganhos	21	21	21	21	21
Outros Gastos e Perdas	17	17	18	18	18
EBITDA	176	134	126	129	133
Amortizações, Deprec e Ajust.	80	80	83	87	85
EBIT	96	54	43	42	48
Gastos e Perdas de Financ. Lq.	56	58	61	67	74
EBT	40	-4	-18	-25	-26
Imposto Sobre o Rendimento	14	5	4	4	3
Resultado Líquido	26	-9	-22	-29	-30

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	26	-9	-22	-29	-30
Amortizações e depreciações	80	80	83	87	85
Cash Flow Operacional	106	71	61	58	55
Investimento em ativo fixo	10	10	62	167	38
Inv. em Fundo de Maneio	-35	17	10	1	3
Cash Flow Líquido	132	44	-12	-111	14
Empréstimos bancários	-103	48	71	191	100
Outras obrigações financeiras	-81	-78	-80	-82	-72
Fluxos de capital	-183	-31	-10	108	28
Cash Flow após fluxos de capital	-52	13	-22	-2	42
Disponibilidades (n-1)	270	218	231	209	207
Disponibilidades	218	231	209	207	249

Empresa 2: Cenário Base (Moderado)

Unid: Milhares €

Balanços	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	784	746	718	1.009	1.030
Ativo Corrente	635	752	782	500	522
Clientes	364	364	369	384	399
Outras Contas a Receber	36	36	37	41	40
Diferimentos	6	6	6	6	6
Caixa e Depósitos Bancários	229	347	370	70	77
Total do Ativo	1.418	1.498	1.500	1.509	1.552
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	371	413	479	558	628
Ajustamentos ativos financeiros	-11	-11	-11	-11	-11
Resultado Líquido	42	67	79	69	77
Total do Capital Próprio	502	569	648	717	795
Passivo					
Passivo Não Corrente	229	167	91	37	37
Passivo Corrente	687	763	761	755	720
Fornecedores	57	58	59	61	64
Financiamentos Obtidos	446	388	384	375	325
Outras Contas a Pagar	183	317	318	318	332
Total do Passivo	916	929	852	792	758
Total do Capital Próprio e Passivo	1.418	1.498	1.500	1.509	1.552

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	1.583	1.583	1.607	1.671	1.738
Consumos	10	10	10	11	11
FSE	1.014	1.014	1.031	1.073	1.117
Gastos com Pessoal	361	352	359	366	373
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	7	7	8	8	8
EBITDA	192	200	200	215	230
Amortizações, Deprec e Ajust.	70	48	38	73	81
EBIT	122	152	162	142	149
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	59	56	50	45	41
EBT	63	96	112	97	108
Imposto Sobre o Rendimento	21	29	33	27	30
Resultado Líquido	42	67	79	69	77

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	42	67	79	69	77
Amortizações e depreciações	70	48	38	73	81
Cash Flow Operacional	112	115	117	142	158
Investimento em ativo fixo	10	10	10	364	102
Inv. em Fundo de Maneio	-58	-135	4	16	-1
Cash Flow Líquido	161	239	102	-238	57
Empréstimos bancários	-133	-104	-63	-59	-50
Outras obrigações financeiras	-33	-17	-16	-4	0
Fluxos de capital	-166	-121	-79	-63	-50
Cash Flow após fluxos de capital	-5	118	24	-301	7
Disponibilidades (n-1)	234	229	347	370	70
Disponibilidades	229	347	370	70	77

Empresa 2: Cenário Ajustado (Moderado)

Unid: Milhares €

Balanços	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	784	746	718	1.009	1.030
Ativo Corrente	660	793	845	586	633
Clientes	364	364	369	384	399
Outras Contas a Receber	36	36	37	39	40
Diferimentos	5	6	6	6	6
Caixa e Depósitos Bancários	255	388	434	157	188
Total do Ativo	1.444	1.539	1.563	1.594	1.663
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	371	433	521	622	715
Ajustamentos ativos financeiros	-11	-11	-11	-11	-11
Resultado Líquido	62	88	101	93	102
Total do Capital Próprio	522	610	711	804	906
Passivo					
Passivo Não Corrente	229	167	91	37	37
Passivo Corrente	693	762	761	753	720
Fornecedores	56	56	57	59	62
Financiamentos Obtidos	446	388	384	375	325
Outras Contas a Pagar	190	319	319	318	333
Total do Passivo	922	929	852	790	757
Total do Capital Próprio e Passivo	1.444	1.539	1.563	1.594	1.663

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	1.583	1.583	1.607	1.671	1.738
Consumos	10	10	10	11	11
FSE	986	986	1.000	1.041	1.083
Gastos com Pessoal	361	352	359	366	373
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	7	7	7	8	8
EBITDA	219	229	231	247	263
Amortizações, Deprec e Ajust.	70	48	38	73	81
EBIT	149	181	192	174	182
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	59	56	50	45	41
EBT	91	125	142	129	141
Imposto Sobre o Rendimento	28	37	41	36	39
Resultado Líquido	62	88	101	93	102

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	62	88	101	93	102
Amortizações e depreciações	70	48	38	73	81
Cash Flow Operacional	132	136	140	166	183
Investimento em ativo fixo	10	10	10	364	102
Inv. em Fundo de Maneio	-64	-128	5	16	-1
Cash Flow Líquido	187	254	125	-214	82
Empréstimos bancários	-133	-104	-63	-59	-50
Outras obrigações financeiras	-33	-17	-16	-4	0
Fluxos de capital	-166	-121	-79	-63	-50
Cash Flow após fluxos de capital	21	133	46	-277	32
Disponibilidades (n-1)	234	255	388	434	157
Disponibilidades	255	388	434	157	188

Empresa 2: Cenário Ajustado (Otimista)

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	784	746	718	1.009	1.030
Ativo Corrente	668	819	893	658	739
Cientes	368	375	386	406	426
Outras Contas a Receber	37	37	39	41	43
Diferimentos	6	6	6	6	6
Caixa e Depósitos Bancários	258	401	462	206	264
Total do Ativo	1.452	1.565	1.611	1.667	1.769
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	371	437	538	658	775
Ajustamentos ativos financeiros	-11	-11	-11	-11	-11
Resultado Líquido	67	100	120	117	131
Total do Capital Próprio	527	627	747	864	995
Passivo					
Passivo Não Corrente	229	167	91	37	37
Passivo Corrente	696	771	772	765	736
Fornecedores	57	58	60	63	66
Financiamentos Obtidos	446	388	384	375	325
Outras Contas a Pagar	193	326	328	327	345
Total do Passivo	925	938	863	803	773
Total do Capital Próprio e Passivo	1.452	1.565	1.611	1.667	1.769

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	1.602	1.634	1.683	1.767	1.855
Consumos	10	10	11	11	12
FSE	998	1.018	1.049	1.102	1.158
Gastos com Pessoal	361	352	359	366	373
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	7	7	7	8	8
EBITDA	226	247	257	280	304
Amortizações, Deprec e Ajust.	70	48	38	73	81
EBIT	155	199	219	207	224
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	59	57	51	46	42
EBT	97	142	168	161	181
Imposto Sobre o Rendimento	30	41	48	44	50
Resultado Líquido	67	100	120	117	131

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	67	100	120	117	131
Amortizações e depreciações	70	48	38	73	81
Cash Flow Operacional	137	148	158	189	212
Investimento em ativo fixo	10	10	10	364	102
Inv. em Fundo de Maneio	-63	-126	8	19	2
Cash Flow Líquido	190	264	140	-193	108
Empréstimos bancários	-133	-104	-63	-59	-50
Outras obrigações financeiras	-33	-17	-16	-4	0
Fluxos de capital	-166	-121	-79	-63	-50
Cash Flow após fluxos de capital	24	143	61	-256	58
Disponibilidades (n-1)	234	258	401	462	206
Disponibilidades	258	401	462	206	264

Empresa 2: Cenário Ajustado (Pessimista)

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	784	746	718	1.009	1.030
Ativo Corrente	653	714	721	407	388
Clientes	359	323	323	333	343
Outras Contas a Receber	36	36	32	38	34
Diferimentos	5	5	5	5	6
Caixa e Depósitos Bancários	252	349	360	31	4
Total do Ativo	1.436	1.459	1.439	1.416	1.417
Capital Próprio					
Capital Realizado	100	100	100	100	100
Reservas e Resultados Transitados	371	428	473	524	562
Ajustamentos ativos financeiros	-11	-11	-11	-11	-11
Resultado Líquido	57	44	52	38	41
Total do Capital Próprio	518	562	614	652	693
Passivo					
Passivo Não Corrente	229	167	91	37	37
Passivo Corrente	690	731	734	727	687
Fornecedores	55	50	50	51	53
Financiamentos Obtidos	446	388	384	375	325
Outras Contas a Pagar	188	294	300	301	309
Total do Passivo	919	898	825	765	725
Total do Capital Próprio e Passivo	1.436	1.459	1.439	1.416	1.417

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	1.565	1.409	1.409	1.451	1.494
Consumos	10	9	9	9	9
FSE	975	874	873	899	927
Gastos com Pessoal	361	352	359	366	373
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	7	7	7	7	8
EBITDA	213	168	161	169	178
Amortizações, Deprec e Ajust.	70	48	38	73	81
EBIT	143	120	123	96	97
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	58	55	48	43	39
EBT	84	65	74	53	58
Imposto Sobre o Rendimento	27	21	23	15	17
Resultado Líquido	57	44	52	38	41

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	57	44	52	38	41
Amortizações e depreciações	70	48	38	73	81
Cash Flow Operacional	128	92	90	111	122
Investimento em ativo fixo	10	10	10	364	102
Inv. em Fundo de Maneio	-66	-136	-10	13	-4
Cash Flow Líquido	184	219	89	-266	24
Empréstimos bancários	-133	-104	-63	-59	-50
Outras obrigações financeiras	-33	-17	-16	-4	0
Fluxos de capital	-166	-121	-79	-63	-50
Cash Flow após fluxos de capital	18	97	11	-329	-26
Disponibilidades (n-1)	234	252	349	360	31
Disponibilidades	252	349	360	31	4

Empresa 3: Cenário Sem Expansão

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo					
Ativo Não Corrente	529	516	687	677	672
Ativo Corrente	688	746	609	729	847
Cientes	94	94	96	97	99
Outras Contas a Receber	13	1	2	1	1
Diferimentos	2	2	2	2	2
Caixa e Depósitos Bancários	579	648	509	627	744
Total do Ativo	1.217	1.262	1.296	1.406	1.519
Capital Próprio					
Capital Realizado	276	276	276	276	276
Reservas e Resultados Transitados	559	680	804	913	1.023
Resultado Líquido	121	124	109	110	111
Total do Capital Próprio	956	1.080	1.189	1.299	1.410
Passivo					
Passivo Não Corrente	78	6	0	0	0
Passivo Corrente	183	176	107	107	109
Fornecedores	26	26	26	27	27
Financiamentos Obtidos	85	72	6	0	0
Outras Contas a Pagar	72	78	75	80	82
Total do Passivo	261	182	107	107	109
Total do Capital Próprio e Passivo	1.217	1.262	1.296	1.406	1.519

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015
Volume de Negócios	1.044	1.044	1.065	1.086	1.108
FSE	558	560	571	583	594
Gastos com Pessoal	274	279	285	291	297
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	8	8	8	8	8
EBITDA	205	197	201	205	209
Amortizações, Deprec e Ajust.	32	23	48	52	54
EBIT	172	174	154	153	155
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	9	7	5	5	5
EBT	164	167	148	149	150
Imposto Sobre o Rendimento	43	44	39	39	39
Resultado Líquido	121	124	109	110	111

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015
Resultado Líquido	121	124	109	110	111
Amortizações e depreciações	32	23	48	52	54
Cash Flow Operacional	153	146	157	162	165
Investimento em ativo fixo	0	10	218	42	49
Inv. em Fundo de Maneio	4	-19	6	-5	0
Cash Flow Líquido	149	155	-67	124	117
Empréstimos bancários	-81	-82	-70	-6	0
Outras obrigações financeiras	-21	-4	-2	0	0
Fluxos de capital	-102	-85	-72	-6	0
Cash Flow após fluxos de capital	47	70	-139	118	117
Disponibilidades (n-1)	532	579	648	509	627
Disponibilidades	579	648	509	627	744

Empresa 3: Cenário Com Expansão (Base)

Unid: Milhares €

Balanços	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ativo							
Ativo Não Corrente	1.479	2.532	2.457	2.373	2.285	2.200	2.108
Ativo Corrente	683	408	219	212	262	282	291
Cientes	94	94	109	126	146	169	172
Outras Contas a Receber	33	21	1	4	4	2	2
Diferimentos	2	2	2	2	2	2	2
Caixa e Depósitos Bancários	553	291	107	81	110	108	114
Total do Ativo	2.162	2.940	2.676	2.586	2.548	2.482	2.399
Capital Próprio							
Capital Realizado	276	276	276	276	276	276	276
Reservas e Resultados Transitados	559	625	578	498	482	562	728
Resultado Líquido	65	-47	-80	-16	80	166	161
Total do Capital Próprio	901	854	774	758	838	1.004	1.165
Passivo							
Passivo Não Corrente	987	1.733	1.545	1.364	1.364	1.182	1.000
Passivo Corrente	274	352	356	464	346	296	233
Fornecedores	25	26	30	34	39	45	46
Financiamentos Obtidos	176	254	238	332	200	100	50
Outras Contas a Pagar	72	73	88	98	107	151	138
Total do Passivo	1.261	2.086	1.902	1.828	1.709	1.478	1.233
Total do Capital Próprio e Passivo	2.162	2.940	2.676	2.586	2.548	2.482	2.399

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Volume de Negócios	1.044	1.044	1.210	1.401	1.623	1.880	1.917
FSE	557	558	658	750	855	977	997
Gastos com Pessoal	274	279	340	375	397	420	428
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	8	8	16	16	16	17	17
EBITDA	206	199	196	260	354	466	476
Amortizações, Deprec e Ajust.	82	147	154	163	169	168	177
EBIT	124	52	42	97	185	298	299
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	36	98	121	112	103	93	79
EBT	88	-46	-79	-15	82	205	220
Imposto Sobre o Rendimento	23	1	1	1	2	40	59
Resultado Líquido	65	-47	-80	-16	80	166	161

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultado Líquido	65	-47	-80	-16	80	166	161
Amortizações e depreciações	82	147	154	163	169	168	177
Cash Flow Operacional	147	100	74	147	250	334	338
Investimento em ativo fixo	1.000	1.200	78	80	81	83	85
Inv. em Fundo de Maneio	24	-14	-25	6	7	-29	16
Cash Flow Líquido	-877	1.086	20	61	161	280	238
Empréstimos bancários	919	827	-202	-88	-132	-282	-232
Outras obrigações financeiras	-21	-4	-2	0	0	0	0
Fluxos de capital	898	824	-204	-88	-132	-282	-232
Cash Flow após fluxos de capital	21	-262	-183	-26	29	-2	6
Disponibilidades (n-1)	532	553	291	107	81	110	108
Disponibilidades	553	291	107	81	110	108	114

Empresa 3: Cenário Com Expansão (Crescimento)

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ativo							
Ativo Não Corrente	1.479	2.532	2.457	2.373	2.285	2.200	2.108
Ativo Corrente	693	443	253	225	341	536	697
Cientes	96	98	116	138	164	196	199
Outras Contas a Receber	30	24	2	3	2	3	3
Diferimentos	2	2	2	2	2	2	2
Caixa e Depósitos Bancários	565	319	134	82	172	336	493
Total do Ativo	2.172	2.975	2.710	2.599	2.626	2.736	2.805
Capital Próprio							
Capital Realizado	276	276	276	276	276	276	276
Reservas e Resultados Transitados	559	634	612	579	639	785	1.057
Resultado Líquido	75	-22	-33	61	146	272	283
Total do Capital Próprio	910	888	855	915	1.061	1.333	1.615
Passivo							
Passivo Não Corrente	987	1.733	1.545	1.364	1.364	1.182	1.000
Passivo Corrente	275	354	310	320	202	222	190
Fornecedores	26	26	32	37	43	51	52
Financiamentos Obtidos	176	254	188	182	0	0	0
Outras Contas a Pagar	73	74	90	101	158	171	138
Total do Passivo	1.262	2.087	1.855	1.683	1.565	1.404	1.190
Total do Capital Próprio e Passivo	2.172	2.975	2.710	2.599	2.626	2.736	2.805

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Volume de Negócios	1.068	1.089	1.295	1.541	1.832	2.179	2.222
FSE	568	579	697	814	952	1.115	1.137
Gastos com Pessoal	274	279	340	375	397	420	428
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	8	8	16	16	16	17	17
EBITDA	219	223	242	335	466	627	640
Amortizações, Deprec e Ajust.	82	147	154	163	169	168	177
EBIT	137	77	88	172	297	459	463
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	36	98	120	109	99	89	77
EBT	101	-21	-32	64	199	370	385
Imposto Sobre o Rendimento	26	1	1	3	53	99	103
Resultado Líquido	75	-22	-33	61	146	272	283

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultado Líquido	75	-22	-33	61	146	272	283
Amortizações e depreciações	82	147	154	163	169	168	177
Cash Flow Operacional	157	124	121	223	315	440	460
Investimento em ativo fixo	1.000	1.200	78	80	81	83	85
Inv. em Fundo de Maneio	22	-6	-26	7	-38	11	36
Cash Flow Líquido	-865	1.069	68	137	271	346	339
Empréstimos bancários	919	827	-252	-188	-182	-182	-182
Outras obrigações financeiras	-21	-4	-2	0	0	0	0
Fluxos de capital	898	824	-254	-188	-182	-182	-182
Cash Flow após fluxos de capital	33	-246	-185	-51	90	164	157
Disponibilidades (n-1)	532	565	319	134	82	172	336
Disponibilidades	565	319	134	82	172	336	493

Empresa 3: Cenário Com Expansão (Pessimista)

Unid: Milhares €

Balancos	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ativo							
Ativo Não Corrente	1.479	2.532	2.457	2.373	2.285	2.200	2.108
Ativo Corrente	672	326	237	145	164	248	236
Cientes	92	82	93	104	117	132	135
Outras Contas a Receber	37	18	1	3	3	4	4
Diferimentos	2	2	2	2	2	2	2
Caixa e Depósitos Bancários	542	224	141	36	41	110	96
Total do Ativo	2.151	2.858	2.694	2.518	2.449	2.448	2.344
Capital Próprio							
Capital Realizado	276	276	276	276	276	276	276
Reservas e Resultados Transitados	559	615	502	323	174	77	47
Resultado Líquido	56	-114	-178	-149	-98	-30	-25
Total do Capital Próprio	891	778	599	450	353	323	297
Passivo							
Passivo Não Corrente	987	1.733	1.545	1.364	1.364	1.182	1.000
Passivo Corrente	273	347	549	705	733	944	1.047
Fornecedores	25	23	26	29	32	36	37
Financiamentos Obtidos	176	254	438	582	600	800	900
Outras Contas a Pagar	72	71	85	94	100	108	110
Total do Passivo	1.260	2.081	2.094	2.068	2.096	2.126	2.047
Total do Capital Próprio e Passivo	2.151	2.858	2.694	2.518	2.449	2.448	2.344

Demonstrações de Resultados	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Volume de Negócios	1.021	918	1.033	1.162	1.307	1.470	1.499
FSE	546	501	575	638	708	786	802
Gastos com Pessoal	274	279	340	375	397	420	428
Outros Rendimentos e Ganhos	0	0	0	0	0	0	0
Outros Gastos e Perdas	8	8	16	16	16	17	17
EBITDA	193	131	102	133	185	247	252
Amortizações, Deprec e Ajust.	82	147	154	163	169	168	177
EBIT	111	-16	-52	-30	16	78	75
Gastos e Perdas de Financ. Líq.	36	97	125	118	112	107	98
EBT	75	-113	-177	-148	-96	-28	-24
Imposto Sobre o Rendimento	19	1	1	1	1	1	2
Resultado Líquido	56	-114	-178	-149	-98	-30	-25

Fluxos de Caixa – Método Direto	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultado Líquido	56	-114	-178	-149	-98	-30	-25
Amortizações e depreciações	82	147	154	163	169	168	177
Cash Flow Operacional	138	33	-25	14	72	138	152
Investimento em ativo fixo	1.000	1.200	78	80	81	83	85
Inv. em Fundo de Maneio	26	-25	-24	2	3	4	0
Cash Flow Líquido	-888	1.142	-78	-68	-13	51	67
Empréstimos bancários	919	827	-2	-38	18	18	-82
Outras obrigações financeiras	-21	-4	-2	0	0	0	0
Fluxos de capital	898	824	-4	-38	18	18	-82
Cash Flow após fluxos de capital	10	-318	-82	-106	5	70	-15
Disponibilidades (n-1)	532	542	224	141	36	41	110
Disponibilidades	542	224	141	36	41	110	96