



thij
Tourism and Hospitality
International Journal

THIJOURNAL.ISCE.PT
THIJOURNAL.ISCE.PT

ISSN: 2183-0800

AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS HOTELEIRAS EM FUNÇÃO DO VAL

Carla Carrera

Politécnico de Leiria –Escola Superior de Turismo e Tecnologia do Mar

Conceição Gomes

Politécnico de Leiria –Escola Superior de Turismo e Tecnologia do Mar
CiTUR – Centro de Investigação, Desenvolvimento e Inovação em Turismo

Luís Lima Santos

Politécnico de Leiria –Escola Superior de Turismo e Tecnologia do Mar
CiTUR – Centro de Investigação, Desenvolvimento e Inovação em Turismo

Carrera, C. Gomes, C & Santos, L. L. (2020). Avaliação das empresas hoteleiras em função do VAL. *Tourism and Hospitality International Journal*, 15(1), 12-39.

Resumo

Este artigo tem como objeto de estudo um conjunto de empresas hoteleiras com sede em Lisboa, Portugal, as quais são agrupadas em “hotéis com restaurante” e “hotéis sem restaurante”. O objetivo geral é a comparação da valorização das empresas, tendo em conta os serviços disponibilizados, em que o critério utilizado é o valor atual líquido (VAL), o qual é um dos principais critérios utilizados para analisar a exequibilidade de investimentos e para determinar o valor das empresas. Em termos específicos, pretende-se apurar: se a existência de um restaurante no hotel determina a sua valorização; quais os serviços que valorizam as empresas hoteleiras; e se a classificação oficial a nível de estrelas influencia a valorização do hotel. A metodologia de pesquisa é descritiva pois pretende-se estudar as características de um grupo de empresas. São utilizados estudos de caso múltiplos para que a investigação seja convincente e de modo permitir a comparabilidade. A informação financeira necessária foi recolhida na base de dados SABI Bureau van Dijk. Os resultados evidenciam que o conjunto de empresas hoteleiras estudadas são economicamente viáveis. Por outro lado, as empresas hoteleiras com restaurante detêm um VAL superior comparativamente às empresas hoteleiras sem restaurante.

Palavras-chave

Valor atual líquido, Fluxo de caixa, Avaliação de empresas, Hotéis

Abstract

The scope of the paper is the study a set of hotel companies placed in Lisbon, Portugal, which are grouped into "hotels with restaurant" and "hotels without restaurant". Taking into account the services available, the main objective is to compare the companies' value, using the net present value (NPV) criteria, which is one of the main criteria used to analyse the feasibility of investments and to determine the companies' value. In specific terms, it is intended to ascertain whether the existence of a restaurant in the hotel allows its value to increase; which services increase the companies' value; and whether the official star rating influences the hotel's value. The research methodology is descriptive because it is intended to study the characteristics of a group of companies. Multiple case studies are used to make a convincing research and to allow comparability. Companies' financial data was collected from the SABI Bureau van Dijk's database. The results show that the group of hotel companies studied are economically feasible. On the other hand, hotel companies with a restaurant have a higher NPV compared to hotel companies without a restaurant.

Keywords

Net present value, Cash flows, Company valuation, Hotels

Introdução

A situação económico-financeira de uma empresa reflete, entre outros fatores, o seu nível de competitividade e a estabilidade nos mercados (Nabais & Nabais, 2005). De entre os outros fatores, sobressai o investimento (rentável ou não) ou o não investimento, o qual terá implicações na sustentabilidade financeira e na viabilidade económica. Atualmente, há diversos critérios que permitem avaliar as opções de investimento de modo a que, perante as alternativas em análise, seja tomada uma decisão racional e fundamentada. Saber-se-á, desta forma, qual a alternativa que conduzirá ao melhor resultado tendo em conta a rendibilidade esperada e o risco.

Os diferentes critérios utilizados na análise financeira de um investimento permitem aferir a sua rendibilidade e o período de recuperação. Esta informação é utilizada pelas empresas no seu planeamento e na sua formulação de estratégias futuras (Nabais & Nabais, 2007). O VAL é um dos principais critérios utilizados, pois permite estudar a viabilidade de investimentos na hotelaria e avaliar as empresas hoteleiras (Menon & Goyal, 2017). O critério do VAL será aplicado a 8 empresas hoteleiras portuguesas localizadas na cidade de Lisboa.

A escolha da cidade de Lisboa, deve-se ao facto de, no período de 2008 a 2018, ter registado um crescimento notável ao nível da oferta hoteleira (Turismo de Portugal, 2018); através da Figura 1 e da Figura 2 percebe-se o crescimento do número de estabelecimentos hoteleiros e de quartos e camas disponíveis na área metropolitana de Lisboa. Durante 10 anos verificou-se um crescimento de 11% em relação aos estabelecimentos hoteleiros e de 7% no que respeita aos quartos.

De acordo com a análise feita pela Deloitte (2019), como se mostra na Figura 3, o setor hoteleiro em Portugal regista uma evolução positiva e, no ano 2018, a área metropolitana de Lisboa destaca-se com taxa de ocupação e valor de proveitos superiores face a todas as outras regiões portuguesas ao nível da NUT II; no entanto, em termos de estada média a Região Autónoma de Madeira regista o melhor indicador (5,1 dias) e Lisboa aparece em quarto lugar (2,3 dias) (Deloitte, 2019).

A nível europeu, Lisboa está no top 5 das cidades europeias com maior taxa de ocupação. A Deloitte (2019) prevê que, em Portugal, o setor hoteleiro continue o seu crescimento e prevê que até 2020 Lisboa e Porto continuem a ser as cidades mais atrativas para o investimento hoteleiro financiado por grupos hoteleiros internacionais e sociedades gestoras de fundos de investimento. Tendo em conta as razões indicadas, Lisboa é uma região que se evidencia, pelo que esta pesquisa será realizada em hotéis localizados nesta região.

O objetivo principal deste estudo é caracterizar o critério do VAL e a sua aplicação prática a um conjunto de empresas hoteleiras sendo um elemento de avaliação das referidas empresas hoteleiras e de comparação das mesmas, tendo em conta um dos serviços disponibilizados. Este objetivo pode ser detalhado em três objetivos específicos: apurar se a existência de um restaurante no hotel possibilita a sua valorização; apurar quais os serviços que valorizam as empresas hoteleiras; apurar se a classificação oficial a nível de estrelas influencia o valor do hotel.

Deste modo, foram identificados 8 hotéis para realizar esta pesquisa, dos quais 4 têm serviço de restaurante e 4 não têm serviço de restaurante. Ter-se-á também em conta outros serviços disponibilizados pelo hotel, para assim determinar se estes serviços acrescem valor às empresas. Um outro fator a analisar será a questão classificação oficial de estrelas de modo a apurar se um hotel de 5 estrelas tem um VAL superior a um de 4 estrelas.

No que respeita à estrutura do estudo, realizou-se a revisão da literatura no tema, seguindo-se a explicação da metodologia aplicada; após a apresentação e discussão dos resultados, seguem-se as conclusões.

Revisão da Literatura

O estudo da viabilidade económica permite determinar se existe equilíbrio financeiro através dos fluxos de caixa que se esperam vir a obter no futuro. De acordo com Pereira, Costa e Costa (2010), a determinação dos fluxos de caixa de um projeto é uma das ferramentas de maior importância na área financeira. Demonstra a capacidade de pagamento atual e futuro de uma empresa/projeto. Por outras palavras, o fluxo da caixa permite a visualização prévia do movimento dos recursos financeiros (Souza & Pagnussat, 2018).

Para avaliar os investimentos de um hotel, assim como para avaliar uma empresa hoteleira pode ser aplicado o VAL. Este critério permite apurar a viabilidade de um investimento e o valor de uma empresa. Desde 1970 que este critério auxilia na avaliação de uma empresa/projeto, apurando o respetivo valor.

Fluxos de Caixa

Os fluxos de caixa contêm informação contabilística oportuna e qualitativa, que evidencia a perceção financeira da empresa, ou seja, que permite identificar a realidade da empresa ao demonstrar as variações ocorridas na estrutura financeira (liquidez e solvabilidade) e aferir a flexibilidade económica da empresa. Os fluxos de caixa, permitem conhecer em que forma a empresa gera e utiliza o dinheiro (Santos, 2004).

O fluxo de caixa é uma ferramenta muito importante que serve como estratégia de negócios. Identifica os problemas de caixa, o potencial de negócio, as variações ocorridas na estrutura financeira, sua capacidade de gerar meios de pagamento, em que momentos e a maneira que melhor adapta às situações de mudança e de oportunidade de mercado (Nabais & Nabais, 2007).

Percebe-se, então, que o fluxo de caixa tem papel primordial numa análise financeira, sendo responsável pelo controlo de entrada e saída do capital, suas aplicações e tempo em que foi movimentado, classificando-se como uma relevante variável a ser utilizada em um projeto financeiro (Frasão, Neves, & Medeiros, 2016).

Os fluxos de caixa estão separados de acordo com as atividades que os originam: operacionais, de investimento e de financiamento. Todos estes fluxos originam a demonstração dos fluxos de caixa (DFC) que complementa a informação obtida com as

outras demonstrações financeiras (balanço, demonstração dos resultados e mapa das origens e aplicações de fundos) (Santos, 2004).

A DFC é considerada o terceiro pilar da informação contabilística, pois a sua estrutura é reflexo do regime contabilístico de caixa, materializado nos recebimentos e pagamentos num determinado período de tempo, e, nesse contexto, possibilita a avaliação do desempenho da empresa (Gomes, et al., 2018) considerando os fluxos de caixa.

Os fluxos de caixa de atividades operacionais demonstram a capacidade de uma empresa obter recebimentos (clientes) e gerar meios de pagamento (fornecedores, colaboradores, Estado) suficientes; existem dois métodos de apresentação ou cálculo dos fluxos de caixa operacionais:

- Método direto, que de acordo com Figura 4, evidencia a forma como as principais classes de recebimentos brutos e pagamentos brutos são divulgadas. Os dados para sua elaboração são baseados em registos contabilísticos das vendas de bens e prestações de serviços, dos custos de produtos, mercadorias e serviços vendidos, entre outros itens da demonstração dos resultados ou balanço (Souza & Pagnussat, 2018). Os dados são obtidos diretamente dos registos contabilísticos ou por ajustamento das vendas, do custo das vendas e de outros itens da demonstração dos resultados (Santos, 2004). Estas variações são ocorridas durante o período contabilístico, nos inventários e nas dívidas operacionais de e a terceiros. A vantagem deste método é que mostra o montante das entradas e saídas de caixa originados pelas atividades operacionais, evidenciando como estes foram gerados e aplicados pela empresa. Facilita uma melhor avaliação do valor económico das vendas, apresentado na conta de ganhos e perdas (Santos, 2004).
- No método indireto (Figura 5), o resultado líquido é ajustado de modo a omitir os efeitos de transações que não sejam dinheiro, acréscimos ou diferimentos relacionados com recebimentos ou pagamentos passados ou futuros e contas de gastos ou rendimentos relacionados com fluxos de caixa respeitantes às atividades de investimento ou de financiamento (depreciação, imparidades, provisões, impostos diferidos e outros).

Os fluxos de caixa das atividades de investimento referem-se aos meios financeiros líquidos aplicados de modo a obter recursos cuja finalidade é gerar resultados e fluxos de caixa futuros. São atividades relativas à aquisição e alienação de ativos não correntes e de outros investimentos.

Os fluxos de caixa das atividades de financiamento estimam as necessidades de meios de pagamento e de novas entradas de capital, e proporcionam aos financiadores informação sobre a capacidade de serem reembolsados. São atividades que tomam em conta a composição do capital próprio e dos empréstimos obtidos pela entidade.

O VAL

Para Gitman (2002), o VAL é uma técnica orçamental que tem em conta o valor

inicial de um projeto, os valores atuais dos fluxos de caixa e o custo do capital da empresa. O resultado é usado para as tomadas de decisão de modo a aceitar ou rejeitar, de forma fundamentada, um projeto ou investimento. Para a tomada de decisão o VAL é considerado do seguinte modo (Sviech & Mantovan, 2013):

- O VAL > 0, o projeto é viável, aceitar;
- O VAL < 0, o projeto não é viável, rejeitar;
- O VAL = 0, o projeto não terá lucro ou prejuízo, portanto, será neutro.

O VAL é um valor que é obtido através da diferença entre valor atual dos fluxos de caixa e o investimento necessário. Apresenta a soma dos valores atuais das entradas e saídas da caixa, considerando o valor do dinheiro no tempo e uma taxa de atualização. O valor apurado permite a avaliação de uma empresa/projeto. Também, é uma ferramenta de tomada de decisão para um investimento (Brealey, Myers, & Allen, 2007).

De acordo com Evangelista (2012), o VAL apresenta diferentes vantagens e desvantagens como critério de avaliação financeira. As vantagens são, nomeadamente: a utilização de fluxos de caixa; o facto de ter em conta o valor do dinheiro no tempo; a identificação do aumento de riqueza; o facilitar da tomada de decisões entre investimentos alternativos; a aceitação de projetos com um VAL positivo; a consideração do risco que pode afetar um investimento ou projeto. As desvantagens estão relacionadas com: utilização de uma taxa de atualização fixa para toda a vida útil do projeto; utilização de períodos estanques para análise de projetos; não possibilidade de opções; não tem flexibilidade na gestão de projetos; subestima as oportunidades de investimentos (Sviech & Mantovan, 2013).

Em termos práticos, o cálculo do VAL permite estimar quanto os investidores estariam dispostos a pagar se existisse a hipótese de realizar um investimento no mercado de capitais.

A fórmula do VAL é uma expressão numérica que quantifica porque um euro disponível hoje vale mais do que um euro disponível amanhã, e porque um euro com risco vale menos que um euro certo (Brealey, Myers, & Allen, 2007).

$$VAL = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

I = investimento inicial

FC = Fluxo de caixa

t = períodos

i = taxa de atualização ou custo de capital

O VAL na Hotelaria

O VAL é, naturalmente, utilizado no setor da hotelaria. Existem diversos estudos que comparam os diferentes critérios de análise da viabilidade económico-financeira que podem ser utilizados na indústria hoteleira. No entanto, são conhecidos poucos estudos sobre o VAL e a sua contribuição positiva em termos de tomar uma decisão acerca de

investir ou não num projeto hoteleiro.

Menon e Goyal (2017) realizaram um estudo acerca do valor de retorno que pode ter um investimento na hotelaria na Índia, utilizando um caso hipotético da criação de um hotel. Mencionam que a Taxa Interna de Rendibilidade (TIR) e o VAL são os principais métodos para um estudo de viabilidade na hotelaria. Avaliam se um hotel de luxo pode ter rendibilidade na Índia, mas os valores do VAL são negativos e os valores do TIR são baixos; nestas condições, Menon e Goyal (2017) concluem que o critério do VAL permite que o investidor conheça de maneira rápida e eficiente se o investimento vai ter ou não um retorno superior ao valor do investimento e se deverá ser ou não realizado.

As empresas hoteleiras detêm investimentos elevados, pois os proprietários destas empresas têm de investir tanto na construção e reparação do hotel como no mobiliário e equipamentos necessários para o seu adequado funcionamento. Com o crescimento da economia e o constante aumento da concorrência, os diretores hoteleiros devem reformular e elaborar estratégias de acordo com as novas tendências de mercado, sem esquecer que o serviço e os padrões de qualidade permanecem importantes.

Freire (2017) avaliou o investimento num hotel boutique através do VAL, de modo a verificar se seria viável. Concluiu que estava de acordo com as novas tendências de mercado e que o seu investimento era viável.

Não deixa de ser relevante a referência de Menon & Goyal (2017) em que o setor da hotelaria apresenta a especificidade da possibilidade de um VAL negativo num investimento/projeto rentável, devido ao custo de capital.

Taxa de Atualização

A maioria dos métodos de análises de investimento têm em consideração uma taxa de atualização, para conhecer os custos dos financiamentos e os riscos.

A taxa de atualização é o prémio que os investidores exigem pela aceitação de um adiamento de um recebimento. O cálculo do valor atual é feito pela atualização dos recebimentos futuros esperados à taxa de atualização oferecida por alternativas de investimento comparáveis. Esta taxa de atualização também pode ser designada por taxa mínima de rendibilidade ou custo de oportunidade do capital. Esta última designação deve-se ao facto de representar a rendibilidade de um investimento que deixa de ser obtida em aplicações alternativas (Brealey, Myers, & Allen, 2007).

Para determinar a taxa de atualização pode ser utilizado o modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), que segundo Neves (2002) é o modelo mais notório e utilizado. Este modelo pressupõe que o investidor é avesso ao risco, logo quanto maior for o risco maior será a taxa de atualização. O CAPM caracteriza-se pela seguinte expressão:

$$i = rf + \beta(rm - rf)$$

Neste modelo a taxa de atualização é calculada com base na taxa de rendibilidade sem risco (r_f), na taxa de rendibilidade do mercado (r_m) e no Beta (β). O Beta (β) mede a sensibilidade da rendibilidade de um investimento face ao comportamento do mercado,

determinando assim o risco das diversas empresas. Segundo Neves (2012), este modelo assenta no pressuposto de que os investidores são sensíveis apenas ao risco de mercado, pois o risco específico é diversificável através de uma carteira de investimentos.

Metodologia

A metodologia utilizada no presente estudo é de carácter descritivo, na medida que são analisadas as características de um grupo de empresas a partir de uma técnica padronizada. São utilizados 8 estudos de caso, que refletem 8 empresas hoteleiras em que serão recolhidas diversas informações de modo a que seja possível o cálculo do VAL no seu próprio contexto (Prodanov & Freitas, 2013; Universia, 2019). Serão estudos de caso descritivos pois tende a seleccionar um número de empresas, onde serão recolhidos dados financeiros, de modo a serem avaliadas através do critério do VAL. São utilizados casos múltiplos para que o estudo seja convincente e de modo permitir a comparabilidade (Vieira, Major & Robalo, 2009).

As empresas hoteleiras seleccionadas para este estudo pertencem à área metropolitana de Lisboa, e estão identificadas na Quadro 1 de acordo com a classificação das atividades económicas (CAE) portuguesa, 55111- Hotéis com restaurante e 55121- Hotéis sem restaurante.

Amostra

Os dados financeiros foram recolhidos da base de dados SABI do Bureau van Dijk. A seleção da amostra foi intencional e estabelecida de acordo aos seguintes critérios: hotéis que possuam e não possuam serviço de restauração, divididos em dois grupos de quatro hotéis; hotéis que tenham informação financeira completa no período 2010 até 2018; primeiros hotéis da lista do SABI.

Caracterização dos hotéis

A “Sociedade Hoteleira Seoane, S.A.” foi fundada em 1986 como sociedade anónima. Em janeiro de 2001 criou a marca “Grupo Olissippo Hotels” e, em 2003, foi lançada no mercado com cinco hotéis com entre 4 e 5 estrelas todos localizados em Lisboa. Entre os serviços disponíveis, possuem: alojamento, salões de eventos e reuniões, bar, restaurante, estacionamento, piscina, spa, ginásio, banho turco e sauna.

A “Hotel Ritz, S.A.” foi fundada em 1953 como sociedade anónima pertence à cadeia hoteleira Ritz. Em Lisboa, o hotel é designado “Four Seasons Hotel Ritz”, tem 5 estrelas, e dispõe de serviços de alojamento, restaurante, bar, spa, eventos e reuniões, transporte e estacionamento.

A “Hoti STAR – Portugal Hotéis, S.A.” foi fundada em 1979 como sociedade anónima. Tem dezassete hotéis, entre Portugal e Espanha. O grupo hoteleiro dispõe de diferentes serviços consoante o hotel: alojamento, restaurante, bar, eventos e reuniões, spa, desportos e estacionamento. Hotel classificado com 4 estrelas.

A “Ponte Gadea Portugal – Investimentos Imobiliários e Hoteleiros, S.A.” foi fundada em 2000 como sociedade anónima. Os seus hotéis dispõem de serviço de alojamento, restauração e eventos. Hotel classificado com 4 estrelas.

A “Casa de Santo António, Lda” foi fundada em 1941 como sociedade por quotas. Atualmente, pertence ao Grupo Hoteleiro Hotusa. Dispõe de serviço de eventos, mas não tem restaurante e dispõe dos serviços de alojamento, ginásio, sala de jogos para crianças, salão de beleza e salões de eventos. Hotel classificado com 4 estrelas.

A “Buckingham Morlaix – Hotéis, S.A.” foi fundada em 2002 como sociedade anónima. Não dispõe de restaurante. Hotel classificado com 3 estrelas.

A “Anunciada – Hotelaria, Turismo e Imobiliário, S.A.” foi fundada em 1988 como sociedade anónima. Hotel classificado com 4 estrelas. Dispõe de serviços de alojamento, estacionamento e cafeteria só para os pequenos-almoços.

A “Primeirotel Empreendimentos Hoteleiros, Lda” foi fundada em 1983 como sociedade por quotas, é uma cadeia hoteleira portuguesa. É um hotel corporativo de 4 estrelas, e não conta com serviço de restauração.

Dados Financeiros

Para cálculo do VAL, os dados financeiros usados são os fluxos de caixa das atividades operacionais (FCAO) e os resultados antes dos juros, das depreciações e amortizações e dos impostos, conhecido pelo acrónimo (EBITDA) correspondente à expressão em língua inglesa *earnings before interest taxes depreciation and amortization*.

Em relação ao investimento foi utilizado o total do ativo não corrente (TANC) relativamente ao ano de 2010. Os dados referentes ao período entre 2010 e 2018, retirados do SABI encontram-se no Quadro 2 e no Quadro 3.

Para calcular a taxa de atualização, foi utilizado o CAPM, sendo necessário recolher a taxa de rendibilidade sem risco, a taxa de rendibilidade do mercado e o Beta (β). Assim a taxa de atualização tem em conta o risco das empresas hoteleiras.

Relativamente ao Beta (β), que é o coeficiente de correlação entre a taxa de rendibilidade da ação e taxa de rendibilidade do mercado, foi selecionado na Tabela de Total Betas de acordo com a informação do setor hoteleiro em Portugal (Damodaran, 2019a).

Considerando a dificuldade em usar uma taxa relativa ao período em estudo, 2011 a 2018, a rendibilidade de mercado (r_m) foi retirada da Tabela do Country Default Spreads and Risk Premiums do ano 2019 relativamente a Portugal (Damodaran, 2019b).

Adotando o mesmo critério, a rendibilidade sem risco (r_f) foi retirada das taxas de juro dos Certificados de Aforro, Série E, que foi a informação financeira mais atual em Portugal (AGTDP, 2019).

Depois do cálculo do VAL para cada empresa hoteleira, foi realizada uma comparação do VAL dos hotéis que possuem restaurante com os que não possuem restaurante, bem como uma comparação com a utilização dos FCAO e do EBITDA. Para estas análises e comparações foi utilizado o programa Microsoft Office Excel.

Resultados e Discussão

Para calcular o VAL de cada empresa hoteleira, primeiro foi necessário apurar o valor da taxa de atualização. Tendo em conta que todas as empresas hoteleiras em questão pertencem ao mesmo setor, utilizou-se a mesma taxa de atualização. Como já foi referido na metodologia, para calcular a taxa de atualização, foi utilizado o CAPM, que se caracteriza na seguinte expressão:

$$i = rf + \beta(rm - rf)$$

Relativamente ao Beta (β), foi retirado da Tabela de Total Betas de acordo com a informação do setor hoteleiro em Portugal (Damodaran, 2019a), com o valor de 0,88.

A rendibilidade de mercado (r_m) foi retirada da Tabela do Country Default Spreads and Risk Premiums do ano 2019 relativamente a Portugal (Damodaran, 2019b) com o valor de 3,060%.

A rendibilidade sem risco (r_f), foi obtida da informação das taxas de juro dos Certificados de Aforro, Série E (AGTDP, 2019), com o valor de 0,596%.

Deste modo a taxa de atualização é:

$$i = 0,596\% + 0,88 (3,060\% - 0,596\%)$$

$$i = 2,76\%$$

O VAL a calcular é referente ao ano 2010, que neste caso é considerado o ano zero. Deste modo o investimento diz respeito a 2010 e os fluxos de caixa dizem respeito aos anos desde 2011 até 2018. Como nada indica que as empresas hoteleiras vão fechar em 2018, considerou-se que as mesmas terão uma vida indeterminada, ou seja, a partir de 2018 assumiu-se que as empresas receberão o mesmo fluxo de tesouraria de modo constante.

Para calcular o valor atual (VA) utilizou-se a seguinte expressão, cujo n é considerado 2018:

$$VA_{2010} = \sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

Os valores obtidos para cada hotel estão apresentados no Quadro 4.

Para calcular o VA da perpetuidade necessita-se do fluxo de caixa referente a 2019, o qual foi considerado igual a 2018. Considerou-se a seguinte expressão:

$$VAP_{2010} = \frac{FC_{2019}}{i} \times \frac{1}{(1+i)^8}$$

Os valores calculados encontram-se no Quadro 5.

Neste momento já está disponível toda a informação para o cálculo do VAL de cada

empresa hoteleira. Deste modo foi utilizada a seguinte expressão cujos valores finais encontram-se no Quadro 6.

$$VAL_{2010} = VA_{2010} + VAP_{2010} - Investimento_{2010}$$

Através do Quadro 6, verifica-se que todos os hotéis possuem um VAL positivo, logo são todos considerados investimentos/projetos atrativos. Comparando os hotéis com restaurante face aos hotéis sem restaurante, verifica-se um VAL superior nos hotéis com restaurante. Este facto justifica-se às diferentes fontes de entrada de dinheiro no hotel. É de salientar que estes hotéis além de restaurante possuem outros serviços como, por exemplo, spa, eventos e estacionamento. O hotel que se destaca com VAL superior, através dos fluxos de tesouraria calculados pelo método direto, é um hotel de 5 estrelas disponibilizando os seguintes serviços de alojamento, restaurante, bar, spa, eventos e reuniões, transporte e estacionamento. O hotel que se destaca com VAL superior, através dos fluxos de tesouraria calculados pelo método indireto, é um grupo de hotéis de 5 estrelas disponibilizando os seguintes serviços de alojamento, salões de eventos e reuniões, bar, restaurante, estacionamento, piscina, spa, ginásio, banho turco e sauna.

Em relação aos hotéis sem restaurante, aquele que possui um VAL menor, através dos fluxos de tesouraria calculados pelo método direto, possui apenas 3 estrelas, além de não ter restaurante não tem outros serviços disponíveis. Também o hotel que possui um VAL menor, através dos fluxos de tesouraria calculados pelo método indireto, além de não ter restaurante não tem outros serviços disponíveis. É classificado com 4 estrelas.

Para fazer a comparação entre os grupos de hotéis, pertencentes a diferentes CAE calculou-se a média aritmética simples. Tendo em conta o gráfico 1 verifica-se que os hotéis que têm serviço de restauração possuem um VAL superior, sendo que o VAL calculado através de fluxos de caixa pelo método indireto é sempre superior ao calculado através de fluxos de caixa pelo método direto. Considerando os resultados obtidos pode depreender-se que o valor de um hotel com restaurante é superior ao de um hotel sem restaurante, pois como a prestação de serviços é diversificada os fluxos de tesouraria obtidos são superiores.

Perante os resultados, parecem existir evidências de que para um hotel é importante a diversificação dos serviços disponíveis, pois permitem gerar fluxos de caixa superiores, valorizando as empresas hoteleiras.

Conclusões

O objetivo deste estudo foca-se na avaliação de empresas hoteleiras localizadas em Lisboa através do critério VAL. Estudaram-se os diferentes conceitos que envolvem o tema e concluiu-se que este critério permite uma tomada de decisão rápida e eficaz sobre a realização de um investimento. Também que a informação contabilística tem de ser atual e completa para que o cálculo seja mais real e útil.

A aplicação desta ferramenta de análise financeira permite a tomada de decisão na hora de investir, já que tem um panorama amplo da parte financeira do hotel, inclusive

os riscos e seus respetivos resultados.

De acordo com os estudos consultados, a aplicação do VAL ao setor hoteleiro não é extensa, sendo evidente a necessidade de estudar a sua aplicação.

Evidenciou-se que o setor hoteleiro em Lisboa tem crescido de forma constante, e como capital de Portugal, tem diferentes atrações e sua oferta turística e hoteleira estão adaptadas à procura.

Os resultados obtidos dos diferentes cálculos mostram que quando um hotel tem um ou mais serviços além do alojamento, este pode ter maior valor devido ao aumento das opções de fluxos de caixa. Quando um hotel não possui restaurante, a sua oportunidade de gerar mais recursos monetários é limitada. A presença de alguns serviços implica um aumento nos fluxos de caixa como, por exemplo, spa, eventos, piscina, ginásio, banho turco e sauna. Os hotéis com classificação superiores em estrelas também apresentam um VAL superior.

Há uma diferença nos resultados de acordo ao método usado para calcular o fluxo de caixa. O EBITDA proporciona fluxos de caixa superiores implicando um VAL superior. O oposto acontece em relação aos FCAO.

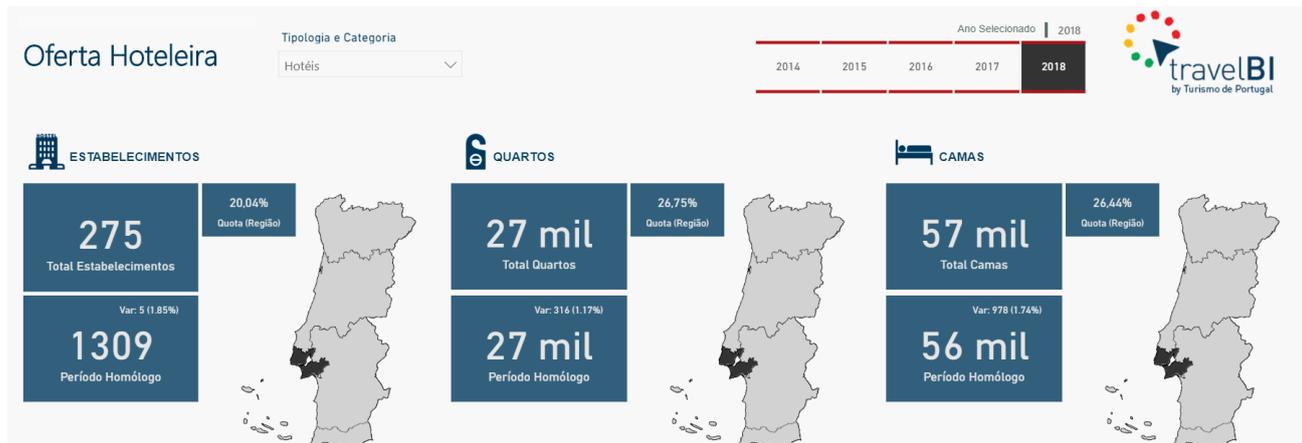
Este estudo apresenta limitações, designadamente o facto das conclusões reportarem-se à amostra estudada. Contudo, é uma base para estudos futuros em que esta metodologia pode ser aplicada a uma amostra mais representativa das empresas hoteleiras existentes no país.

Referências

- Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública Portugal (AGTDP). (2019). *Série E*. Acedido a 18/12/2019. Retirado de https://www.igcp.pt/fotos/editor2/2019/CA_Taxas_de_Juro/12_Taxa_Anual_E_PP.pdf.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2007). *Princípios de finanças empresariais* (8ª. ed.). (F. G. Garcia, Ed., M. D. Figueira, & N. d. Carvalho, Trans.) Espanha: McGraw-Hill Interamericana de España.
- Castro, M. (2001). El Valor Actual Neto (VAN) como criterio fundamental de evaluación de negocios. *Economía y Desarrollo, Revista de la Facultad de Economía, Universidad de la Habana*, 128(1), 180-194. Obtido de <http://www.econdesarrollo.uh.cu/index.php/RED/article/view/655/486>
- Damodaran, A. (2019a). *Total Betas by Sector*. Acedido a 10/12/2019. Retirado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html.
- Damodaran, A. (2019b). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Acedido a 10/12/2019. Retirado de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.
- Deloitte (2019). *Atlas da Hotelaria*. Acedido a 31/1/2020, retirado de <https://www2.deloitte.com/pt/pt/pages/transportation-infrastructure/topics/th/atlas-hotelaria-2019.html>.
- Frasão, C., Neves, A. I., & Medeiros, D. F. (2016). Análise da viabilidade económico-

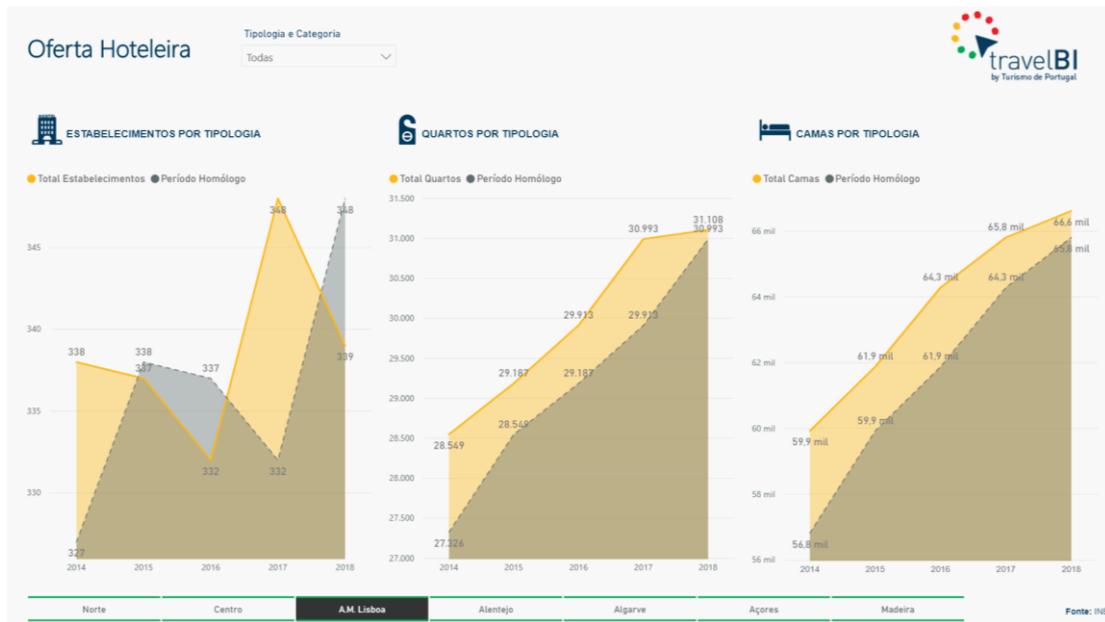
- financeira para a reestruturação de uma empresa de serviços. 2016. Rio Grande de Norte, Brasil: Congresso: Gestão Estratégica: da crise à oportunidade. Acedido a 31/01/2020. Retirado de <http://www.admpg.com.br/2016/down.php?id=2512&q=1>
- Freire, L. P. (2017). *Rentabilidade expectável de um boutique hotel em Lisboa*. Dissertação Mestrado em Gestão Hoteleira, Escola Superior de Hotelaria e Turismo do Estoril (ESHTE), Acedido a 28/01/2020, Retirado de Repositório Comum, ESHTE: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/19444?mode=full>.
- Evangelista, M. L. (2012). *Estudo comparativo de análise de investimentos em projetos entre o método VPL e o de opções reais: o caso Cooperativa de Crédito - Sicredi Noroeste*. Tesis doctoral, Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. Acedido a 31/01/2020. Retirado de <https://bertolo.pro.br/matematica/Tese%20de%20Doutorado%20UFSC.pdf>.
- Gitman, L. (2002). *Princípios de administração financeira* (7ª. ed.). São Paulo: Harbra.
- Gomes, C., Santos, L. L., Farias, A. R., Lunkes, R. J., Malheiros, C., Silva Da Rosa, F., & Nunes, C. (2018). *Contabilidade gerencial hoteleira com exercícios práticos*. (L. A. Junior, & F. M. Oliveira, Edits.). Porto, Portugal: Editorial Jurúa.
- Menon, S., & Goyal, S. (2017). Looking into value and returns for a hotel investment in the indian context. *Journal of Service Research*, 17(2), 55-73. Acedido a 28/01/2020. Retirado de <https://www.questia.com/magazine/1P4-2013529647/looking-into-value-and-returns-for-a-hotel-investment>.
- Nabais, C., & Nabais, F. (2005). *Prática financeira I, análise económica e financeira* (3ª. ed.). LIDEL - Edições Técnicas, Limitada. doi:248296/06.
- Nabais, C., & Nabais, F. (2007). *Prática Financeira I, Análise Económica e Financeira* (4ª. ed.). Lisboa, Portugal: LIDEL - Edições Técnicas, Lda. doi:248296/06.
- Neves, J. (2002). *Avaliação de empresas e negócios*. Editora McGrawHill de Portugal.
- Neves, J. (2012). *Análise e relato financeiro*. Texto editores Lda.
- Pereira, A., Costa, L. & Costa, L. (2010). *Análise de investimentos*. IESDE BRASIL SA.
- Prodanov, C. & Freitas, E. (2013). *Metodologia do trabalho científico – métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho académico*. Universidade Feevale: Rio Grande do Sul- Brasil.
- Santos, L. L. (2004). Fluxos de caixa (3.ª edição, pp. 97-150). Porto, Vida Económica. ISBN 972-788-093-2.
- Souza, K., & Pagnussat, A. (2018). Relação entre indicadores financeiros e a demonstração dos fluxos de caixa no processo de tomada de decisão: Estudo de Caso na Empresa Madeireira Richter Ltda. (F. d. Jurena, Ed.) *Revista Científica da Ajes*, 7(15), 178-196. Acedido a 31/01/2020. Retirado de <https://www.revista.ajes.edu.br/index.php/rca/article/view/183/159>.
- Sviech, V., & Mantovan, E. A. (2013). Análise de investimentos: Controvérsias na utilização da TIR e VPL na comparação de projetos. (C. L. CzerwonkaSurek, Ed.) *Percurso*, 1(13), 270-298. Acedido a 26/01/2020. Retirado de <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/percurso/article/view/657/495>.

- Vieira, R., Major, M. & Robalo, R. (2009). *Investigação qualitativa em Portugal, em contabilidade e controlo de gestão, teoria, metodologia e prática* (pp.131-163), Escolar editora.
- Turismo de Portugal (2018). *TravelBi*, Acedido a 30/11/2019. Retirado de <https://travelbi.turismodeportugal.pt/pt-pt/Paginas/PowerBI/oferta-hoteleira.aspx>.
- Universia. (2019). Conheça os tipos de metodologia de pesquisa que você pode usar no seu TCC. Acedido a 04/02/2019. Retirado de <https://noticias.universia.com.br/cultura/noticia/2019/10/03/1166813/conheca-tipos-de-metodologia-pesquisa-pode-usar-tcc.html>.



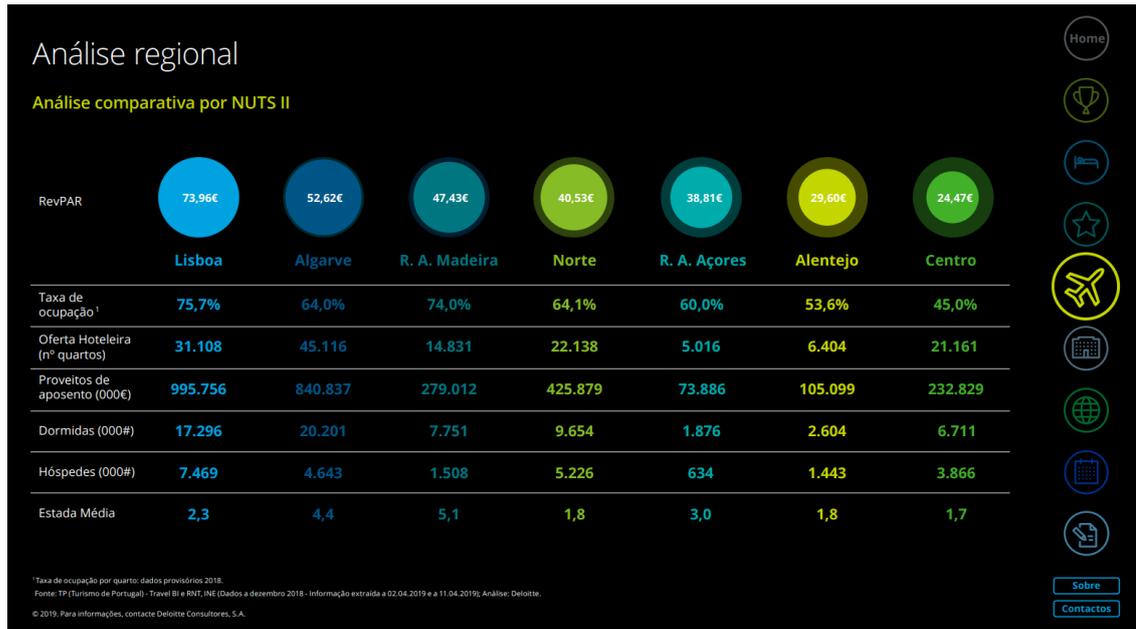
Fonte: Turismo de Portugal (2018)

Figura 1. Oferta Hoteleira de Portugal, ano 2018



Fonte: Turismo de Portugal (2018)

Figura 2. Evolução da Oferta Hoteleira



Fonte: Deloitte (2019)

Figura 3. Análise regional da hotelaria em Portugal, ano 2019

FLUXO DE CAIXA - MÉTODO DIRETO
Fluxo de caixa das atividades operacionais: Venda de mercadorias e serviços (+) Pagamento de fornecedores (-) Salários e encargos sociais dos empregados (-) Dividendos recebidos (+) Impostos e outras despesas legais (-) Recebimento de seguros (+) Caixa líquido das atividades operacionais (+/-)
Fluxo de caixa das atividades de investimento: Venda de imobilizado (+) Aquisição de imobilizado (-) Aquisição de outras empresas (-) Caixa líquido das atividades de investimento (+/-)
Fluxo de caixa das atividades de financiamento: Empréstimos líquidos tomados (+) Pagamento de leasing (-) Emissão de ações (+) Caixa líquido das atividades de financiamento (+/-)
Aumento/diminuição líquido de caixa e equivalente de caixa Caixa e equivalentes de caixa - início do ano Caixa e equivalentes de caixa - final do ano

Fonte: (Souza & Pagnussat, 2018)

Figura 4. Fluxo de caixa - método direto

FLUXO DE CAIXA - MÉTODO INDIRETO
Fluxo de caixa das atividades operacionais: Lucro líquido Depreciação e amortização (+) Provisão para devedores duvidosos (+) Aumento/diminuição em fornecedores (+/-) Aumento/diminuição em contas a pagar (+/-) Aumento/diminuição em contas a receber (+/-) Aumento/diminuição em estoques (+/-) Caixa líquido das atividades operacionais (+/-)
Fluxo de caixa das atividades de investimento: Venda de imobilizado (+) Aquisição de imobilizado (-) Aquisição de outras empresas (-) Caixa líquido das atividades de investimento (+/-)
Fluxo de caixa das atividades de financiamento: Empréstimos líquidos tomados (+) Pagamento de leasing (-) Emissão de ações (+) Caixa líquido das atividades de financiamento (+/-)
Aumento / diminuição líquido de caixa e equivalente de caixa Caixa e equivalentes de caixa - início do ano Caixa e equivalentes de caixa - final do ano

Fonte: (Souza & Pagnussat, 2018)

Figura 5. Fluxo de caixa - método indireto

Quadro 1
Hotéis em estudo

Hotéis com restaurante	Hotéis sem restaurante
Sociedade Hoteleira Seoane, S.A.	Casa de Santo António, Lda
Hotel Ritz, S.A.	Buckingham Morlaix - Hotéis, S.A.
Hoti Star - Portugal Hotéis, S.A.	Anunciada - Hotelaria, Turismo e Imobiliário, S.A.
Ponte Gadea Portugal - Investimentos Imobiliários e Hoteleiros, S.A.	Primeirotel Empreendimentos Hoteleiros, Lda

Elaboração própria

Quadro 2

Informação contabilística hotéis com restaurante

Hotéis com serviço de restauração				
(valores em milhares de euros)	Sociedade Hoteleira Seoane, S.A.	Hotel Ritz, S.A.	Hoti Star - Portugal Hotéis, S.A.	Ponte Gadea Portugal - Investimentos Imobiliários e Hoteleiros, S.A.
<i>FCAO EUR 2018</i>	5 108	11 405	4 904	6 617
<i>FCAO EUR 2017</i>	5 952	10 101	9 127	6 387
<i>FCAO EUR 2016</i>	3 937	8 213	2 629	6 633
<i>FCAO EUR 2015</i>	-1 022	5 945	2 565	6 409
<i>FCAO EUR 2014</i>	-374	6 225	415	4 791
<i>FCAO EUR 2013</i>	1 784	6 135	706	5 847
<i>FCAO EUR 2012</i>	2 208	1 960	99	3 477
<i>FCAO EUR 2011</i>	4 888	3 528	479	3 233
<i>EBITDA EUR 2018</i>	61 908	13 804	17 573	10 280
<i>EBITDA EUR 2017</i>	7 207	11 533	14 353	9 689
<i>EBITDA EUR 2016</i>	5 146	7 613	8 538	8 265
<i>EBITDA EUR 2015</i>	5 354	6 272	3 829	9 087
<i>EBITDA EUR 2014</i>	4 625	4 892	2 811	8 429
<i>EBITDA EUR 2013</i>	3 590	4 692	1 342	7 311
<i>EBITDA EUR 2012</i>	3 083	2 986	1 634	4 788
<i>EBITDA EUR 2011</i>	4 036	2 888	1 712	4 728
<i>TANC EUR 2010</i>	75 830	48 103	22 363	53 628

Fonte: (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, SABI, 2019)

Quadro 3

Informação contabilística hotéis sem restaurante

Hotéis sem serviço de restauração				
<i>(valores em milhares de euros)</i>	Casa De Santo António LDA	Buckingham Morlaix Hotéis, S.A.	Anunciada - Hotelaria, Turismo E Imobiliário, S.A.	Primeirotel Empreendimentos Hoteleiros, LDA
FCAO EUR 2018	611	416	555	665
FCAO EUR 2017	1 153	923	820	658
FCAO EUR 2016	435	839	752	716
FCAO EUR 2015	325	783	845	721
FCAO EUR 2014	324	522	679	403
FCAO EUR 2013	225	353	715	209
FCAO EUR 2012	-702	704	806	243
FCAO EUR 2011	430	571	618	331
EBITDA EUR 2018	567	883	836	684
EBITDA EUR 2017	753	828	949	694
EBITDA EUR 2016	651	671	842	498
EBITDA EUR 2015	628	487	821	477
EBITDA EUR 2014	437	485	709	443
EBITDA EUR 2013	486	291	741	409
EBITDA EUR 2012	422	360	813	361
EBITDA EUR 2011	632	545	705	262
TANC EUR 2010	1 670	6 392	6 526	6 788

Fonte: (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, SABI, 2019)

Quadro 4
Aplicação do Valor Atual

Hotéis com serviço de restauração				
	Sociedade Hoteleira Seoane, S.A.	Hotel Ritz, S.A.	Hoti Star - Portugal Hotéis, S.A.	Ponte Gadea Portugal - Investimentos Imobiliários e Hoteleiros, S.A.
<i>VA 2010 M. Direto</i>	19 632	46 199	17 541	39 053
<i>VA 2010 M. Indireto</i>	80025,88	46913,59	43547,98	54646,46
Hotéis com serviço de restauração				
	Casa De Santo António LDA	Buckingham Morlaix - Hotéis, S.A.	Anunciada - Hotelaria, Turismo E Imobiliário, S.A.	Primeirotel Empreendimentos Hoteleiros, LDA
<i>VA 2010 M. Direto</i>	2350,22	4509,61	5131,73	3423,22
<i>VA 2010 M. Indireto</i>	4032,59	3963,38	5664,02	3333,14

Elaboração própria

Quadro 5
Valor Atual da Perpetuidade

Hotéis com serviço de restauração				
	Sociedade Hoteleira Seoane, S.A.	Hotel Ritz, S.A.	Hoti Star - Portugal Hotéis, S.A.	Ponte Gadea Portugal - Investimentos Imobiliários e Hoteleiros, S.A.
<i>VAP 2010 M. Direto</i>	148 569,70	331 729,50	142 621,20	192 457,10
<i>VAP 2010 M. Indireto</i>	1 800 612,03	401 506,01	511 117,53	298 996,41
Hotéis sem serviço de restauração				
	Casa De Santo António LDA	Buckingham Morlaix - Hotéis, S.A.	Anunciada - Hotelaria, Turismo E Imobiliário, S.A.	Primeirotel Empreendimentos Hoteleiros, LDA
<i>VAP 2010 M. Direto</i>	17 781,33	12 111,71	16 140,54	19 351,87
<i>VAP 2010 M. Indireto</i>	16 486,13	25 669,24	24 320,56	19 895,10

Elaboração própria

Quadro 6

VAL dos hotéis com serviço de restauração

HOTEIS	VALOR ATUAL LÍQUIDO	
	MÉTODO DIREITO	MÉTODO INDIRETO
SOCIEDADE HOTELEIRA SEOANE, S.A.	92 372	1 804 808
HOTEL RITZ, S.A.	329 826	400 317
HOTI STAR - PORTUGAL HOTÉIS, S.A.	137 799	532 303
PONTE GADEA PORTUGAL - INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS	177 882	300 015
<i>MEDIA VAL</i>	157 841	466 310

Elaboração própria

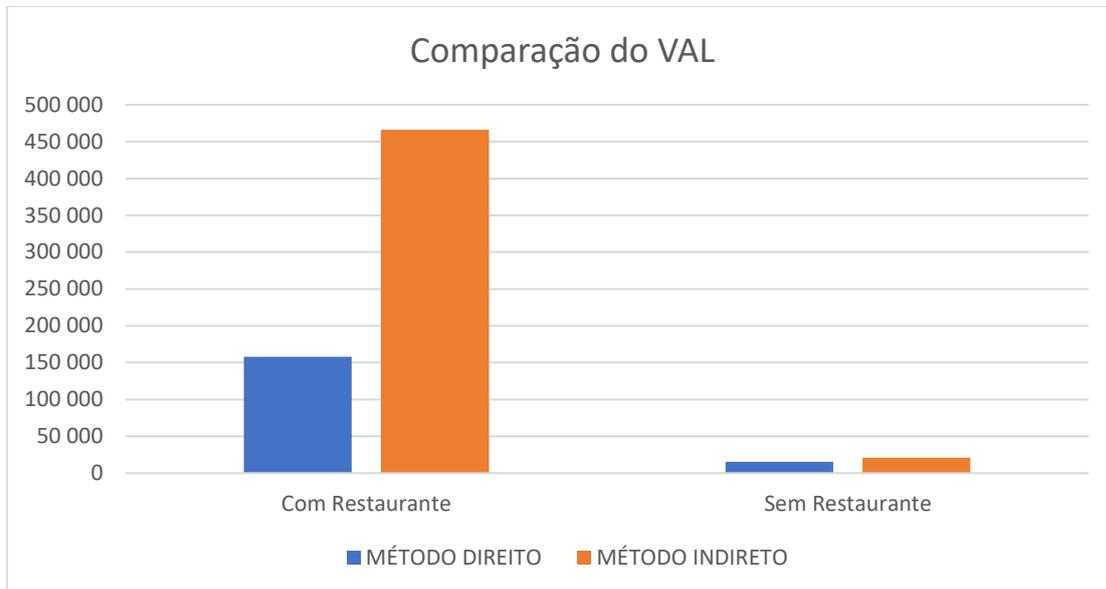
Quadro 7

VAL dos hotéis sem serviço de restauração

HOTEIS	VALOR ATUAL LÍQUIDO	
	MÉTODO DIREITO	MÉTODO INDIRETO
CASA DE SANTO ANTÓNIO, LDA	18 462	18 849
BUCKINGHAM MORLAIX - HOTÉIS, S.A.	10 229	23 241
ANUNCIADA - HOTELARIA, TURISMO E IMOBILIÁRIO, S.A.	14 746	23 458
PRIMEIROTEL EMPREENDIMENTOS HOTELEIROS, LDA	15 987	16 441
<i>MEDIA VAL</i>	15 367	21 045

Elaboração própria

Gráfico 1
Comparação do VAL dos diferentes hotéis



Elaboração própria