



UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MOÇAMBIQUE

Extensão de Xai-Xai

Desempenho Financeiro com Recurso aos Modelos de Criação de Valor Económico para os Accionistas na Empresa Cervejas de Moçambique (2021-2023)

De:

Belisária Bartolomeu Macueve

Xai-Xai, Setembro 2024



UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MOÇAMBIQUE

Extensão de Xai-Xai

Desempenho Financeiro com Recurso aos Modelos de Criação de Valor Económico para os Accionistas na Empresa Cervejas de Moçambique (2021-2023)

Dissertação apresentada à Universidade Católica de Moçambique para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Auditoria sob a orientação do Supervisor: Prof. Doutor Atanásio Jaime Cossa

Xai-Xai, Setembro de 2024

ÍNDICE

| | |
|--|------|
| DECLARAÇÃO DE HONRA | iii |
| DEDICATÓRIA | iv |
| AGRADECIMENTOS | v |
| LISTA DE ABREVIATURAS | vi |
| LISTA DE QUADROS | vii |
| LISTA DE TABELAS | viii |
| LISTA DE GRÁFICOS | ix |
| LISTA DE FIGURA | x |
| RESUMO | xi |
| ABSTRACT | xii |
| CAPITULO I: INTRODUÇÃO | 1 |
| 1.1. Contextualização | 1 |
| 1.2 Problematização | 2 |
| 1.3 Objectivos do Estudo | 3 |
| 1.3.1 Objectivo geral | 3 |
| 1.3.2 Objectivos específicos | 3 |
| 1.4 Hipóteses | 3 |
| 1.4.1 Construção de Hipótese | 3 |
| 1.5 Justificativa | 4 |
| 1.7 Delimitação do estudo | 5 |
| 1.8 Estrutura da dissertação | 5 |
| CAPÍTULO II: REVISÃO DA LITERATURA | 7 |
| 2.1 Introdução | 7 |
| 2.2 Revisão da literatura Teórica | 7 |
| 2.2.1 Desempenho Financeiro | 7 |
| 2.2.2 Avaliação do desempenho financeiro | 8 |
| 2.2.3 Medidas de Desempenho Tradicionais | 9 |
| 2.2.4 Críticas aos Métodos de Desempenho Tradicionais | 11 |
| 2.2.5 Gestão Baseada no Valor | 12 |
| 2.2.6 Necessidades de Criação de Valor para os Accionistas | 14 |
| 2.2.7 Factores Determinantes de valor | 15 |
| 2.2.8 Criação de Valor | 16 |
| 2.2.9 Modelos de Criação de Valor para os Accionistas | 18 |
| 2.2.10 Modelo de Valor Económico Adicionado (EVA) | 19 |

| | | |
|---|--|----|
| 2.1.10 | Modelo de Valor Adicionado em Caixa (CVA)..... | 30 |
| 2.1.11 | Valor de Mercado Adicionado (MVA) | 32 |
| 2.1.12 | Modelo de valor Adicionado ao Accionista (SVA) | 35 |
| 2.1.13 | Modelo de Retorno sobre o investimento em fluxo de caixa (CFROI)..... | 36 |
| 2.1.14 | Empresa e Mercado de Capitais | 37 |
| 2.2 | Literatura empírica | 40 |
| 2.3 | Literatura focalizada..... | 43 |
| CAPÍTULO III: METODOLOGIA DA PESQUISA..... | | 45 |
| 3.1 | Desenho da Pesquisa | 45 |
| 3.1.1 | Classificação da pesquisa | 45 |
| 3.2 | População e Amostra do estudo | 47 |
| 3.2.1 | População do estudo..... | 47 |
| 3.2.2 | Processo de amostragem | 48 |
| 3.2.3 | Amostra do estudo..... | 48 |
| 3.3 | Técnicas e instrumentos de recolha de dados..... | 48 |
| 3.3.1 | Técnicas de recolha de dados | 49 |
| 3.4 | Tratamento de dados | 52 |
| 3.5 | Limitações da pesquisa..... | 53 |
| 3.6 | Aspectos éticos da pesquisa | 53 |
| CAPÍTULO IV: APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E DISCUSÃO DE RESULTADOS | | 55 |
| 4.1 | Descrição da empresa..... | 55 |
| 4.2 | Análise de Desempenho Financeiro Pelos Modelos Tradicionais | 57 |
| 4.3 | Análise do desempenho financeiro pelos modelos de criação do valor | 58 |
| 4.4 | Modelo de valor económico adicionado (EVA)..... | 65 |
| 4.5 | Modelo de valor adicionado em caixa (CVA)..... | 68 |
| 4.6 | Modelo de Valor agregado do mercado (MVA) | 71 |
| CAPÍTULO V: CONCLUSÕES E SUGESTÕES..... | | 74 |
| 5.1 | Conclusões | 74 |
| 5.2 | Sugestões..... | 76 |
| Referências Bibliográficas | | 78 |
| APENDICES..... | | 84 |
| APÊNDICE I..... | | 84 |
| Apêndice II: Cálculo do coeficiente do risco sistemático (Beta) | | 86 |
| ANEXOS..... | | 97 |

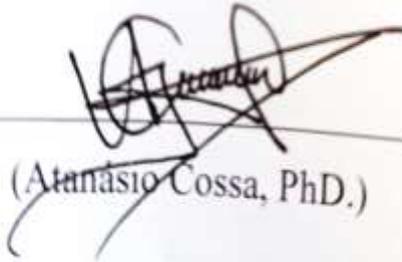
DECLARAÇÃO DE HONRA

O Presente estudo foi realizado pelo autor na Universidade Católica de Moçambique. Este trabalho é da sua autoria, excepto as citações que aqui foram referenciadas. Nunca foi e nunca será submetido a nenhuma outra universidade para obtenção de um grau académico. Nenhuma parte deste trabalho deverá ser reproduzida sem a permissão do autor ou da Universidade Católica de Moçambique.

Autora:

(Belisária Bartolomeu Macueve)

O Supervisor:



(Atanásio Cossa, PhD.)

DEDICATÓRIA

Dedico esta dissertação de forma especial aos meus Pais:

Bartolomeu Johane Macueve (em memória) e Gilda Baptista Massangaie, pelo amor

E aos meus irmãos:

Ricardo, Gilberto, Atalia, Sérgio e Dércio Pela força, incentivo, apoio moral que me concederam durante a minha formação.

AGRADECIMENTOS

Á Deus em primeiro lugar, pelo dom da vida, por abençoar e iluminar o meu caminho me fortalecendo em todos momentos da minha vida, dou-lhe graça, pela sabedoria que me concedeu para poder vencer mais um desafio.

Aos meus pais, e aos meus irmãos, pela confiança, incentivo e apoio emocional, pelo amor infinito e atenção que me deram durante estes anos da minha formação académica e por tudo que fizeram durante a minha caminhada.

Aos meus amigos, meus colegas de faculdade, que de alguma forma contribuíram na minha vida académica e a todos aqueles que directa ou indirectamente contribuíram na minha jornada.

Ao professor doutor Atanásio Cossa que supervisionou com muita atenção, pelo encorajamento, apoio, dedicação, conselhos sábios, disponibilidade e pela paciência prestada em todas as fazes, da realização do presente dissertação.

A Universidade Católica de Moçambique, Extensão de Xai-Xai por fornecer-me as condições necessárias para o alcance dos meus objectivos e a todos os docentes do curso de Contabilidade e Auditoria, pela sua contribuição na partilha de seus conhecimentos durante a minha formação.

A todos endereços humildemente e carinhosamente

“O meu muito obrigado “

LISTA DE ABREVIATURAS

APT - *Arbitrage Pricing Theory*

BVM - Bolsa de Valores de Moçambique

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CDM – Cervejas de Moçambique

CVA - *Cash Value Added*

CFROI - Retorno sobre o investimento em fluxo de caixa

EVA *Economic Value Added*

EPS – *Earnings per Share*

GVB- Gestão Baseada no Valor

LE - Lucro Econômico

MOLI - Meios Libertos Líquidos de Impostos

MVA - Market Value Added

NIRF's - Normas Internacionais de Relato Financeiro

NOPAT - *Net Operating Profit after Taxes* (Lucro operacional líquido depois dos impostos)

ROI - *Return On Investment*

ROA - *Return on Assets*

ROE - *Return on equity*

S.A. - Sociedade Anónima

SVA - *Shareholder Value Added*

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|----|
| Quadro 1: Procedimentos para Determinação do NOPAT | 21 |
| Quadro 2: Estrutura do Balanço Funcional | 26 |
| Quadro 3: Interpretação dos Resultados do modelo EVA | 27 |
| Quadro 4: Estrutura do Cálculo de MOLI..... | 31 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1: Desempenho Financeiro pelos Modelos Tradicionais..... | 57 |
| Tabela 2: Balanço Funcional da Empresa CDM..... | 59 |
| Tabela 3: Taxa Efectiva do Imposto | 60 |
| Tabela 4:Custo de Capital Alheio | 61 |
| Tabela 5: Custo de Capital Próprio através do modelo CAPM..... | 62 |
| Tabela 6: Fonte de Recursos 2021 | 62 |
| Tabela 7: Fonte de Recursos 2022 | 62 |
| Tabela 8: Fonte de Recursos 2023 | 63 |
| Tabela 9: Cálculo do NOPAT | 63 |
| Tabela 10:Cálculo do WACC | 65 |
| Tabela 11: Cálculo do EVA | 66 |
| Tabela 12: Determinação do EVA Spread | 66 |
| Tabela 13: Determinação do MOLI | 68 |
| Tabela 14: Cálculo do CVA | 69 |
| Tabela 15: cálculo de valor de mercado..... | 72 |
| Tabela 16: cálculo de valor agregado do mercado | 72 |
| Tabela 17: Bilhete de Cotações (Apêndice I)..... | 84 |
| Tabela 18: cálculo do beta..... | 86 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1: Evolução de NOPAT..... | 64 |
| Gráfico 2: Evolução do Modelo EVA | 67 |
| Gráfico 3: Evolução do MOLI | 69 |
| Gráfico: 4 Evolução do modelo CVA | 70 |
| Gráfico 5: Evolução do Modelo MVA..... | 73 |

LISTA DE FIGURA

| | |
|--|----|
| Figura 1: Organograma diretivo da empresa CDM..... | 96 |
|--|----|

RESUMO

No contexto empresarial, torna-se imprescindível que se leve em consideração a avaliação do desempenho financeiro das empresas. O crescimento sustentável da empresa impõe entre outros, um sistema de informação adequado, ou seja, evidenciado se há ou não a criação de valor, proporcionando assim dados mais precisos e relevantes sobre o desempenho presente e futuro da empresa. Daí que, a pesquisa teve como objectivo, avaliar o desempenho financeiro com recurso aos modelos de criação de valor para os accionistas na empresa cervejas de Moçambique 2021 a 2023. Para efetivação desta pesquisa foi empregue a metodologia quantitativa de carácter descritivo, recorrendo as técnicas de pesquisa documental e bibliográfica para a recolha de dados, o objecto de estudo foram os relatórios e contas. Os resultados do estudo demonstram que, pelos modelos tradicionais a empresa Cervejas de Moçambique teve um desempenho financeiro positivo, porém pelos modelos de criação de valor económico para os accionistas como valor económico agregado e valor do mercado agregado, a empresa Cervejas de Moçambique destruiu a riqueza dos accionistas e pelo valor agregado em caixa, a mesma criou valor para os acionista, estas abordagem fornecem uma visão holística dos recursos investidos na empresa e possibilitam a gestão eficiente e eficaz para permitir a maximização de valor para os accionistas, como também ficou evidente que os resultados contabilísticos positivos como lucro não garante necessariamente o acréscimo do valor para os accionistas.

Palavras-chaves: desempenho financeiro, modelos, criação de valor, accionista

ABSTRACT

In the business context, it is essential to take into account the evaluation of the financial performance of companies. The sustainable growth of the company imposes, among others, an adequate information system, that is, evidenced whether or not there is value creation, thus providing more accurate and relevant data on the company's present and future performance. Hence, the research aimed to evaluate the financial performance using the shareholder value creation models in the company cervejas de Moçambique 2021 to 2023. To carry out this research, the quantitative methodology of descriptive character was employed, using the techniques of documentary and bibliographic research for data collection, the object of study were the reports and accounts. The results of the study show that, according to traditional models, the company Cervejas de Moçambique had a positive financial performance, but due to the models of economic value creation for shareholders.

Keywords: financial performance, models, value creation, shareholder

CAPÍTULO I: INTRODUÇÃO

1.1.Contextualização

No contexto empresarial, a análise do desempenho económico-financeiro exerce um papel importante na tomada de decisões de investimento das empresas. Tradicionalmente, essas análises financeiras baseiam-se fundamentalmente, em indicadores contabilísticos, que enfatizavam o lucro.

A realidade actual das empresas, impulsionada pela globalização e pelos avanços tecnológicos, demanda uma abordagem de gestão mais abrangente, sofisticada e fundamentada em informações precisas. Os métodos e ferramentas tradicionais do passado já não são suficientes, sendo necessário adotar uma gestão que vá além das metodologias de desempenho financeiro contabilísticos e se baseie em dados concretos e actualizados (Rappaport, 2001).

Neves (2012) afirma que, actualmente existe uma crescente preocupação com a geração de valor em vez de apenas analisar os lucros. Argumenta ainda que, é amplamente aceite que os resultados só são realmente positivos para o sucesso e continuidade de uma empresa se conseguirem remunerar todo o capital investido, resultando na criação de valor.

O desempenho financeiro das empresas medido através de métricas baseadas na contabilidade tem sido visto como inadequado, uma vez que as empresas começaram a concentrar-se no valor do accionista como principal objectivo de longo prazo da empresa e, estas não tem em conta os factores que impulsionam o valor para os accionistas (Venanzi, 2010).

Nessa perspectiva, na busca de medidas que valorizasse os princípios importantes para os accionista e investidores na análise das empresas, foram desenvolvidos vários modelos como Valor Económico Agregado (EVA), Valor Agregado em Caixa (CVA) e Valor do Mercado Agregado (MVA), entre outros que permitem avaliar se a entidade está ou não a criar valor económico para os accionistas.

Para Neves (2012), uma empresa cria valor económico para os accionistas quando os retornos obtidos são superiores aos custos dos capitais utilizados para gerar esses

retornos, isto é, as receitas das vendas superam todas as despesas incorridas, inclusive o custo de oportunidade do capital investido.

1.2 Problematização

Segundo Rappaport (2001), avaliação do desempenho financeiro feita através de indicadores contabilísticos e financeiros, revela-se insuficiente e não oferecem a real segurança aos gestores, essa insuficiência levou ao aparecimento na década 90 de indicadores baseados na criação de valor económico para o accionista que auxiliassem melhor no processo decisório empresarial.

À medida que aplicam recursos para gerar rendimentos, os gestores enfrentam o desafio de criar uma estratégia que maximize a riqueza dos accionistas, ou seja o investimento deve gerar lucros suficientes para recuperar o capital investido.

Aliando-se a literatura, constatou-se que análise do desempenho financeiro da empresa Cervejas de Moçambique baseia-se exclusivamente em resultados contabilísticos, uma vez que os relatórios financeiros da empresa não apresentam análises financeiras adicionais com base em medidas económicas de criação de valor.

Além disso, os resultados líquidos do período da empresa tendem a decrescer gradualmente, facto que deve-se ao tímido crescimento dos proveitos, refere-se a 3% e 10% entre os períodos 2021 para 2022 e de 2022 para 2023, respectivamente, contrariando a tendência dos custos, os quais cresceram em 10% e 16% no mesmo período em análise.

A falta de conhecimento sobre a criação de valor para os accionistas pode gerar incerteza em relação à efectiva capacidade das medidas conservadoras apresentadas pela contabilidade, como ROE, ROA, EPS, em conduzir à criação de valor para os accionistas, o que pode levar igualmente a redução da rentabilidade da empresa a longo prazo.

No entanto, as decisões tomadas pela empresa que visam a obtenção de lucro podem, simultaneamente, resultar na destruição do valor investido, medidas económicas de criação de valor, como o EVA, MVA, CVA, entre outras reduzem essas limitações e impulsionam a rentabilidade a longo prazo. Diante deste cenário, da desconsideração do custo de capital próprio da empresa, do risco de negócio e do valor do dinheiro no tempo, que impossibilita de revelar o valor criado ou destruído para os accionistas, resultando

em uma lacuna entre os resultados positivos da empresa e a criação de valor aos accionistas, surge a seguinte questão: **Qual foi o desempenho financeiro da empresa cervejas de Moçambique com recurso aos modelos de criação de valor para os accionistas nos períodos 2021-2023?**

1.3 Objectivos do Estudo

No que tange aos objectivos do estudo, Marconi e Lakatos (2009), argumentam que:

O objectivo esta ligado a uma visão global e abrangente do tema, relacionando-se com o conteúdo intrínseco, quer fenómenos e eventos, quer das ideias estudadas. O mesmo autor agumenta ainda que, os objectivos específicos apresentam caracter mais concreto, tem a função intermediária e instrumental, permitindo, de um lado, atingir o objectivo geral e, de outro, aplica-lo a situações particulares (p.219).

1.3.1 Objectivo geral

O objectivo geral da presente dissertação é avaliar o desempenho financeiro da empresa Cervejas de Moçambique, com recurso aos modelos de criação de valor para os accionistas nos períodos de 2021 a 2023.

1.3.2 Objectivos específicos

- Identificar as práticas contabilísticas de análise de desempenho económica financeira da empresa Cervejas de Moçambique, nos períodos de 2021 a 2023.
- Descrever os modelos de criação de valor usados na avaliação do desempenho económico-financeiro.
- Interpretar os modelos de criação de valor aplicados no desempenho financeiro sob a perspectiva dos acionistas.

1.4 Hipóteses

Relativamente as hipóteses, Marconi e Lakatos (2009), afirmam que:

O ponto básico do tema, (...) sendo uma dificuldade sentida, compreendida e definida, necessita de uma resposta, “provável, suposta e provisoria”, isto é uma hipótese principal resposta é denominada hipótese básica, podendo ser complementada por outras, que recebem a denominação de hipótese secundárias (p.220).

1.4.1 Construção de Hipótese

Hipótese Básica

- H0: O desempenho financeiro da empresa Cervejas de Moçambique, com recurso aos modelos da criação de valor para os accionistas foi positivo, havendo assim a criação de valor económico aos accionistas.

Hipótese Secundária

- H1: O desempenho financeiro da empresa Cervejas de Moçambique, com recurso aos modelos da criação de valor, para os accionistas foi negativo, havendo assim a destruição da riqueza dos accionistas.

1.5 Justificativa

Segundo Samanez (2007), o maior objectivo da empresa é a maximização da riqueza dos accionistas, é natural que se procure saber como é que o desempenho financeiro da empresa será avaliado qual será o impacto das decisões de investimento e de financiamento nesses objectivos.

A escolha deste tema justifica-se, por ser de cariz eminentemente científico, pelo facto de constituir uma abordagem nova e pouco desenvolvida no que respeita aos aspectos ligados ao desempenho financeiro nesta perspectiva, além disso, trata-se de uma tentativa de estabelecer popularidade e mostrar a necessidade da metodologia dos modelos de criação de valor como ferramentas de análise de desempenho para empresas no contexto nacional uma vez que, existem empresas que um bom histórico de desempenho financeiro, baseados em análises realizadas por métodos tradicionais, o que pode não significar a criação de valor económico aos seus sócios, accionistas e proprietários, ou seja a maximizar o retorno do capital investido.

Esta pesquisa é valiosa para os contabilistas, financeiros e académicos, pois apresenta metodologias aprimoradas para a avaliação do desempenho empresarial e a posterior servirá como material de consulta para estudos futuros e também será um instrumento de motivação para o desenvolvimento de outras pesquisas científicas relacionados com tema. Para os accionistas da empresa CDM e futuros investidores.

A pesquisa revela –se importante a medida em que poderão obter informações sobre a real situação dos accionistas da empresa durante o período em análise, isto é se houve criação ou destruição do valor mediante a aplicação realizada, ao futuros accionistas poderão obter uma base de suporte para as decisões de investimento na empresa. A nível

peçoal para além de ser requisito para a obtenção do grau de mestre, representa igualmente uma oportunidade de consolidar o conhecimento nesta temática.

1.7 Delimitação do estudo

Segundo Lakato e Markoni (2009), o processo de delimitação do tema só é dado por concluído quando se faz a limitação geográfica e espacial do mesmo, com vista a realização da pesquisa.

A presente pesquisa fez estudo no período de três anos (2021 á 2023), onde avaliou o desempenho financeiro com recurso aos modelos de criação de valor, na óptica de analista financeiro externo, com base nos dados disponíveis no mercado de capitais (relatórios e contas) e na metodologia de pesquisa quantitativa, com estudo de caso a empresa Cervejas de Moçambique, SA. Maputo-Moçambique.

Tendo em conta existência de vários modelos de criação de valor o estudo limitou-se em desenvolver os seguintes modelos: valor económico adicionado, valor adicionado em caixa e valor do mercado adicionado

1.8 Estrutura da dissertação

A presente dissertação contempla cinco capítulos nomeadamente: capítulo I, introdução, capítulo II, revisão da literatura teórica, capítulo III metodologia, capítulo IV apresentação e discussão dos resultados, capítulo V conclusões e recomendações, referências bibliográficas, apêndices e os anexos.

O primeiro capítulo aborda acerca dos aspectos introdutórios, como a contextualização do tema em causa, a problematização do estudo, a razão da escolha do tema, faz-se menção do tempo e local do estudo, na delimitação assim como os objectivos e as respectivas hipóteses que nortearam a realização da pesquisa.

O segundo capítulo retrata o marco teóricos do tema, onde são apresentados em linhas gerais os conceitos relevantes do tema e as respectivas teorias, e de seguida a revisão empírica e focalizada que consistem na apresentação de alguns trabalhos similares realizados dentro e fora do território nacional, procurando apresentar semelhanças e divergências com o presente estudo.

Por sua vez, o terceiro capítulo versa em torno dos aspectos metodológicos do tema, ou seja, aspectos relativos a tipo de pesquisa, abordagem da pesquisa, técnicas de recolha, métodos e tratamento dos dados, empregues na efetivação da dissertação.

O capítulo quarto é referente a apresentação, análise, interpretação e discussão de dados encontrados na pesquisa empírica realizada na empresa Cervejas de Moçambique, conjugando com vários pensamentos descritos na literatura.

Por fim, o quinto capítulo é reservado a conclusões encontradas na pesquisa realizada tendo em conta os objectivos inicialmente descritos e recomendações que o estudo sugere, de seguida as referências bibliográficas, que serviram de apoio para a elaboração do presente trabalho, sem excluir os elementos pós textuais que constituem os anexos e apêndices.

CAPÍTULO II: REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Introdução

Neste capítulo, importa referenciar os discursos dos outros pesquisadores e estudiosos não apenas para reconhecê-los, mas também para interagir com eles, por meio da análise e categorização, a fim de evidenciar a relevância da pesquisa a ser realizada. A "revisão de literatura resulta do processo de levantamento e análise do que já foi publicado sobre o tema e o problema de pesquisa escolhida" (Silva & Menezes, 2005, p.37).

2.2 Revisão da literatura Teórica

Com a presente revisão de literatura teórica, pretende-se proporcionar conhecimento e situar a pesquisadora sobre o tema de investigação dentro de um contexto existente, identificando lacunas, debatendo diversos conceitos e teorias relevantes relacionadas aos modelos de criação de valor para os accionistas.

2.2.1 Desempenho Financeiro

Santos (2008) associa o desempenho aos conceitos de eficiência e eficácia tendo sempre em conta os objectivos delineados, considerando que, a eficiência deve ser entendida como fazer bem as coisas e por sua vez a eficácia deve ser entendida como fazer as coisas certas.

O conceito de desempenho é frequentemente aplicado nas áreas de economia, finanças, gestão e contabilidade quando, a pretensão é de avaliar a actividade de uma empresa, sendo muitas das vezes, utilizados exclusivamente indicadores económicos e financeiros (Marion, 2010).

O Desempenho económico-financeiro pode ser definido como a forma de avaliação do uso dos activos, por empresa ou organização, este serve para avaliar a saúde financeira de uma empresa ao longo de um determinado período de tempo, podendo igualmente, servir de base para comparar empresas similares ou sectores de actividade (Teixeira, 2014).

Nesta ordem de ideias, os autores convergem ao afirmar que o desempenho é uma medida que envolve a eficiência e eficácia na análise de indicadores económicos e financeiros da empresa principalmente para *stakeholders*, investidores e credores.

2.2.2 Avaliação do desempenho financeiro

Para Rodrigues, Morais e Cunha (2016) a avaliação do desempenho constitui uma ferramenta essencial ao funcionamento de toda e qualquer empresa, uma vez que permite diagnosticar o nível de sucesso da sua actividade.

A análise de desempenho é uma ferramenta que fornece informações sobre as actividades da empresa, permitindo uma visão abrangente dos resultados alcançados, desta forma, comparar se as decisões foram tomadas de acordo com os resultados planificados, ou seja, quantificar os desvios no sentido de posteriormente aplicar-se as medidas correctivas (Duarte, 2011).

É evidente que, avaliação do desempenho económico-financeiro resume o impacto das decisões tomadas no âmbito das actividades, isto é, a capacidade da empresa em gerar resultados, criar rentabilidade face aos investimentos realizados, da situação de tesouraria da empresa e da sua sustentabilidade financeira ao longo do tempo, com base na utilização de modelos que permitam o acompanhamento da eficácia e eficiência dessas actividades.

"Tanto a avaliação de desempenho financeiro quanto a avaliação do valor gerado são fundamentais na administração das organizações, visando o seu crescimento e sustentabilidade" (Teixeira, 2016, p. 2).

Tradicionalmente o conceito da análise do desempenho económico-financeiro baseia-se fundamentalmente na informação contabilística proveniente de demonstrações financeiras, como é o caso do Balanço, Demonstração de Resultados e da Demonstração de Fluxos de Caixa (Santos, 2008).

Portanto, a avaliação do desempenho económico-financeiro de uma empresa consiste em apurar ou estimar o valor económico de uma determinada entidade com base nas informações patentes nas demonstrações financeiras, permitindo assim aos potenciais investidores, accionistas que conheçam a saúde financeira da empresa, importa realçar que a pesquisa, analisou o desempenho financeiro na perspectiva do accionista com o intuito de saber se a empresa está ou não a criar o valor económico.

2.2.3 Medidas de Desempenho Tradicionais

Segundo Peterson e Peterson (1996), as medidas tradicionais de desempenho financeiro são baseadas em dados contabilísticos, apresentando como vantagens o facto de as informações estarem disponíveis em relatórios, de fácil cálculo e interpretação sendo as mais citadas pela literatura as seguintes:

- *return on investment* (ROI);
- *return on assets* (ROA);
- *return on equity* (ROE);
- *earnings per share* (EPS)

2.2.3.1 Retorno sobre o investimento

Peterson e Peterson (1996) defendem que o *return on investment* (ROI), ou retorno sobre o investimento, traduz o quociente entre o lucro (excedente monetário mínimo exigido pelo investidor) proporcionado pelo negócio e o investimento (na forma de aplicação de capital em meios de produção, no âmbito da economia, ou na forma de compra de activos financeiros, no âmbito das finanças).

Segundo Neto (2010), o Retorno sobre o investimento pode ser utilizado como alternativa ao Retorno sobre o Activo, para avaliação do retorno dos recursos aplicados pelos credores e acionistas na empresa.

O "Retorno sobre o Capital Investido, uma importante medida de rentabilidade operacional, pois mensura a eficiência da empresa na administração de seu capital investido" (Gitman, 2002, p. 143). Este pode ser obtido a partir da seguinte fórmula:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento Total}} \quad 1$$

2.2.3.2 Retorno sobre o Activo

Peterson e Peterson (1996) relativamente ao retorno sobre os activos argumentam que este indicador traduz o quociente entre o lucro líquido e o activo total, este por sua vez mostra como os activos estão a ser rentabilizados pelo negócio.

Retorno sobre o activo representa a capacidade da empresa em gerar lucro líquido, avalia igualmente a eficiência da administração na geração de lucros a partir dos activos, expressa seu resultado indicando, quanto a empresa obteve por unidade monetária investida nos activos, ou seja, determina a eficiência dos gestores de uma empresa quanto à obtenção dos lucros com os activos disponíveis (Neves, 2002; Gitman, 2010). Pode ser obtido a partir da seguinte fórmula:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Activo Total}} \quad 2$$

2.2.3.3 Retorno sobre o património

O retorno sobre o património (capitais próprios), este indicador traduz o quociente entre o lucro líquido e o património líquido, indica igualmente a rentabilidade dos recursos investidos pelos proprietários (Gitman, 2010).

Neto (2014) argumenta que, este indicador tem maior relevância para os accionistas, uma vez que traduz a rentabilidade dos recursos investidos, pois compara o lucro líquido do exercício com o património líquido do empreendimento, que constitui o valor injectado pelos accionistas da empresa na constituição do negócio, acrescido dos resultados reinvestidos ao longo do tempo.

Por seu turno, Neves (2012) afirma que o ROE mostra o retorno por cada unidade monetária investida e, quanto mais elevada for, maior será o valor económico acrescentado, e é obtido a partir da seguinte fórmula:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Capitais Proprios}} \quad 3$$

2.2.3.4 Lucro por Acção

O lucro por acção, também conhecido como *earnings per share*, é um indicador que mostra o quão rentável foi um negócio para seus accionistas. Neves (2012) menciona que, o lucro por acções é um importante indicador financeiro que representa o desempenho financeiro de uma empresa em um determinado período de tempo, dividido pelo total de acções em circulação. Este indicador é amplamente utilizado por analistas financeiros,

pois possui uma relação directa com o valor de mercado das acções, sendo menos susceptível a influência de critérios contabilísticos.

Segundo Neto (2014), o índice de lucro por acção (EPS) representa a parte do lucro líquido pertencente a cada acção, a distribuição deste lucro aos accionistas é determinada pela política de dividendos adaptados pela empresa. O EPS é calculado dividindo-se o lucro (ou prejuízo) líquido do exercício pelo número de acções ordinárias em circulação como se segue:

| | | |
|-------|---|---|
| EPS = | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Numero de acções ordinarias}}$ | 4 |
|-------|---|---|

2.2.4 Críticas aos Métodos de Desempenho Tradicionais

Conforme Worthington e West (2001), o resultado contabilístico, a rentabilidade do capital próprio, a rentabilidade do investimento e a rentabilidade do activo, estão entre as medidas de desempenho comumente utilizados, tais medidas são muitas vezes criticados devido:

- a não consideração do custo total de capital;
- Por os resultados estarem influenciados pelas convenções da especialização dos exercícios, ou seja pela adopção de critérios contabilísticos.

De acordo com os mesmos autores, a tendência mundial é buscar novos mecanismos de avaliação de desempenho, o motivo reside no facto de que, os modelos tradicionais estão excessivamente apoiados em dados históricos oriundos da contabilidade e não consideram a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos sócios.

Martin e Petty (2004) apontam que, as medidas tradicionais de avaliação de desempenho das empresas apresentam diversas limitações, uma delas é a discrepância entre os lucros contabilísticos e o fluxo de caixa, o que pode distorcer a real situação financeira da empresa. Além disso, os números não levam em consideração o risco das operações, o custo de oportunidade do capital próprio e o valor do dinheiro no tempo. A variação nas práticas contabilísticas entre empresas também afeta os lucros relatados, tornando-os um indicador inadequado de criação de valor, havendo necessidade da adopção de medidas mais abrangentes e precisas para avaliar o desempenho das empresas de forma mais eficaz.

Rappaport (2001) refere que os indicadores tradicionais contem as seguintes limitações:

- ✓ Não consideram o risco das operações;
- ✓ Não consideram o custo de oportunidade de capital próprio;
- ✓ São possíveis de manipulações, pois os critérios de valorimetria podem variar de empresa para empresa.
- ✓ São medidas de um único período;
- ✓ O ROE é sensível a alavancagem das fontes de financiamento, não refletindo apenas a rentabilidade associada ao negócio.

2.2.5 Gestão Baseada no Valor

O conceito de Gestão Baseada em Valor (GBV), começou a ser amplamente utilizado na década de 90, quando muitas empresas adoptaram essas metodologias de gestão, com o objectivo de criar valor para os accionistas (Mella & Pellicelli, 2008). Durante as últimas décadas do século XX, houve mudanças significativas na forma como as empresas eram geridas, impulsionadas pelo aumento do poder dos accionistas e pela consequente reorientação da gestão para a criação do valor (Martin & Petty, 2000).

De acordo com Arnold e Davies (2000), a GBV é uma abordagem de gestão que visa maximizar o valor do acionista a longo prazo, onde os objectivos, sistemas, estratégias técnicas, medidas de desempenho e a cultura de uma empresa são orientados para a maximização do valor para o acionista.

Para Copeland, Koller e Murrin (2000), a GBV difere significativamente dos métodos de gestão utilizada na década 60, os gestores são incentivados a utilizar modelos de desempenho baseadas no valor para tomar decisões mais informadas, gerenciando o balanço patrimonial, demonstração de resultados e equilibrando perspectivas de curto e longo prazo.

Segundo Caselani e Caselani (2006), a gestão baseada no valor tem uma importância significativa tanto no meio académico, quanto no meio empresarial, pois auxilia as organizações na criação de ferramentas de gestão que permitem avaliar o desempenho financeiro dos negócios com o objectivo de maximizar a geração de valor para os accionistas.

As empresas procedem à implementação de sistemas de GBV, e estes sistemas tem como objectivo alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos accionistas, para que as decisões não sejam tomadas apenas em prol de interesse dos gestores, mas também do interesse dos accionistas, tal como é referenciado na teoria da agência que procura eliminar estes conflitos (Pereira, 2014).

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

Na mesma senda Neves (2012) afirma que, os modelos de VBM estabelecem uma linguagem comum dentro das empresas, promovendo uma cultura consistente e centrada no valor em todos os níveis de actividade da organização, esse alinhamento dos processos internos, da estratégia e da comunicação com os investidores é essencial para o sucesso da empresa. De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2010), a gestão do desempenho empresarial é o aspecto mais importante para a geração de valor.

Ademais, a maximização do valor para os acionistas está directamente ligada à eficiência operacional da empresa, já que uma gestão eficaz dos recursos e uma busca contínua pela inovação são fundamentais para a criação de valor, além disso, a transparência e a responsabilidade social corporativa são aspectos essenciais para garantir a confiança dos accionistas e manter a reputação da empresa.

Dessa forma, a adoção de modelos de VBM não apenas contribui para o crescimento e a sustentabilidade da empresa, mas também para o desenvolvimento económico e social da comunidade em que está inserida. Portanto, a maximização do valor para os acionistas deve ser vista não como um objectivo isolado, mas como parte de uma estratégia mais ampla de criação de valor compartilhado para todos os envolvidos.

Os "princípios fundamentais das finanças corporativas vão ao encontro dos objectivos principais de gestão baseada no valor, isto é, a maximização do valor para empresa e para o acionista respectivamente" (Damodarn, 2004, p.171).

O objectivo principal de qualquer que seja a organização é a maximização do valor para o acionista, no entanto, é necessário que a empresa implemente um sistema de gestão baseada no valor, com intuito de empenhar, motivar as pessoas, os colaboradores a criarem valor aos accionistas.

2.2.6 Necessidades de Criação de Valor para os Accionistas

Segundo Neto (2014), a busca de valor para os accionistas se tornou um objectivo fundamental das organizações, devido principalmente à abertura dos mercados, o que faz com que os gestores sejam mais eficientes em suas decisões de investimento, seleccionar as melhores estratégias que possam gerir riqueza para os accionistas. Fundamenta ainda que, os investidores têm acesso a informações em tempo real e podem rapidamente, mudar seus fluxos de capital, buscando alternativas mais atrativas em qualquer parte do mundo, portanto, os activos que não geram valor são identificados e excluídos com facilidade.

Rappaport (1998) afirma que, a necessidade de se criar valor para o acionista prende-se:

- ✓ Pela posição de propriedade relativamente grande;
- ✓ Pela remuneração aliada ao nível de retorno para o acionista;
- ✓ Pela ameaça de aquisição por outra organização e
- ✓ Pelo mercado de trabalho competitivo para os gestores.

Copeland et al. (2000) citam as necessidades que coletivamente ou sequenciadas definem a adoção da gestão baseada no valor organizacional que são:

- ✓ Desenvolvimento de estratégias: a estratégia deve apresentar clara descrição de como a unidade de negócio alcançará uma vantagem competitiva que lhe permita criar valor.
- ✓ Definição de metas: considerando-se como o caminho que a administração comunica que espera alcançar, elas devem ter como base os principais direcionados de valor da unidade, visto sob perspectivas financeiras, e não financeiras, e deve ainda contemplar um vínculo entre as metas de curto e longo prazo.
- ✓ Planos de acção e orçamentos: devem traduzir a estratégia da unidade em iniciativas específicas que a empresa devera apdotar para alcançar suas metas,

esses devem ser expressos em termos financeiros identificando cada acção a ser tomada para atingir a meta.

- ✓ Avaliação de desempenho e sistema de incentivos: cada unidade de negócio portará de indicadores diferenciados de desempenho, que devem apresentar um vínculo entre as metas de curto e longo prazo e combinar medidas financeiras e não financeiras baseadas nos direcionadores de valor que servirão de base para a avaliação de desempenho e para remuneração do sistema de incentivos.

- ✓ Avaliação de desempenho / sistemas de incentivos: cada unidade de negócio terá indicadores diferenciados de desempenho, que devem apresentar um vínculo entre as metas de curto e de longo prazo e combinar medidas financeiras e não financeiras baseadas nos direcionados de valor que servirão de base para a avaliação de desempenho e para remuneração do sistema de incentivos.

2.2.7 Factores Determinantes de valor

Os modelos de desempenho são utilizados para medir o desempenho de uma empresa e avaliar se os objectivos estão sendo alcançados. A principal função desses modelos é "ajudar a gestão a identificar sucessos e falhas, desenvolvendo acções corretivas para fortalecer o sucesso da empresa" (Carvalho, 2008, p.51). A gestão baseada no valor utiliza os determinantes de valor que estão associados ao objectivo estratégico de maximizar a criação de valor para os accionistas (Marion, 2010).

Rodrigues et al. (2016) afirmam que, os determinantes de valor podem ser financeiros e não financeiros: os financeiros avaliam o desempenho passado, enquanto os não financeiros têm a capacidade de prever e indicar o valor que está sendo criado ou destruído antes que ocorra.

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

Apos identificar os impulsionadores de valor, as empresas têm uma melhor compreensão de como a criação de valor ocorre e como ela pode ser maximizada, permitindo a priorização desses factores e a determinação de onde os recursos devem ser alocados (Copeland et al, 2000). De acordo com os mesmos autores, a avaliação de desempenho financeiros das empresas é primordial, pois é nesta etapa que os modelos de valor, os impulsionadores de valor e os objectivos devem se refletir em acções e tomadas de decisão.

2.2.8 Criação de Valor

O conceito de valor em contabilidade é dado por Sá (1994) como a "medida quantitativa da componente patrimonial através de relações baseadas na utilidade que possibilitam tomar homogéneo o património pela expressão monetária" (p.463).

Em finanças, o valor de uma empresa ou de um activo é medido pelo valor presente liquido dos seus fluxos futuros esperados e descontados, e que a empresa estará criando valor quando o retorno dos seus investimentos for superior ao capital investido, (Ehrbar, 1999; Brealey & Myers, 2003; Copeland et al., 2000).

Rodrigues et al. (2016) definem o processo de criação de valor como o aumento, diminuição e transformação dos elementos definidos como capitais de acordo com a visão, missão, valores e capitais da organização.

"O entendimento e o domínio das fontes de criação de valor são fundamentais não apenas para o cômputo do valor, mas também para, alcançar sucesso nas decisões de investimento da sua gestão" (Ferreira, 2002, p.100). Considera ainda que a ausência desses de indicadores de criação de valor conduz a que os acionistas possam ser recompensados de forma insuficiente, dada a distrição efectiva do valor encoberto por resultados contabilísticos satisfatórios.

Neves (2012) e Neto (2014) referem que, a empresa cria valor económico para os accionistas quando os retornos obtidos são superiores aos custos dos capitais utilizados para gerar esses retornos, isto é, as receitas das vendas superam todas as despesas incorridas, inclusive o custo de oportunidade do capital investido.

Sustentam ainda que, a criação de valor económico para os accionistas implicitamente representa a capacidade de criação de valor da empresa, ou seja, se uma empresa criar

valor para os accionistas, também deverá estar a criar valor económico para *stakeholders* no geral como colaboradores, fornecedores, estado, clientes, entre outras.

Para Teixeira e Amaro (2013), uma empresa destrói valor quando o retorno da empresa não consegue cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido e o retorno da empresa não consegue compensar os accionistas pelo risco assumido.

Para Damodaran (2004), para uma medida criar valor, ela deve ter um ou mais dos seguintes resultados:

- ✓ Aumentar os fluxos de caixa gerados pelos investimentos actuais;
- ✓ Aumentar a taxa de crescimento esperada nos lucros;
- ✓ Aumentar a duração do período de alto crescimento;
- ✓ Aumentar os fluxos de caixa gerados pelos investimentos actuais, e
- ✓ Reduzir o custo de capital que é aplicado para descontar os fluxos de caixa.

Para Berzakova, Bartosova e Kicova (2015), distinguem duas abordagens diferentes da criação de valor: abordagem do valor para o acionista que são proprietários da empresa associado ao investimento de capital e aos custos de oportunidade e por outro lado a abordagem do valor para os stakeholders que abrange todos os interessados na empresa que pode ser descrita como um conjunto intrinsecamente vinculado de relacionamentos que são otimizados na empresa.

A criação de valor para uma empresa transcende a visão do lucro contabilístico de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas ao considerar o cálculo da remuneração do custo de oportunidade do capital investido. Criar valor de forma sustentada requer a adopção de estratégias, competências e decisões, bem como acções focalizadas nos factores determinantes do valor, denominados por *value drivers* (Neto, 2014).

A criação de valor para o acionista deve ser “o objectivo central na gestão da cadeia de suprimentos da empresa ou na actividade de desenvolvimento de novos produtos” (Young & O’Byrne, 2003, p.30).

Contudo, o objectivo de qualquer empresa é a maximização de riqueza dos accionistas, quando se fala da criação de valor para o acionista tenciona-se debruçar em torno dos modelos que permitem diagnosticar o valor em uma abordagem mais completa, levando em consideração no seu cálculo o custo operacional de caixa, a taxa de atratividade dos

proprietários de capital e o risco associado ao investimento, com vista apurar o valor criado ou destruídos.

2.2.9 Modelos de Criação de Valor para os Accionistas

Segundo Carvalho (2008), a principal função dos modelos de avaliação do desempenho financeiro é "ajudar a gestão a identificar os sucessos e os fracassos, e a desenvolver acções corretivas de forma a fortalecer o sucesso da empresa" (p 10).

Damodaran (1997) e Copeland et.al (2000) comungam a mesma opinião, quanto a avaliação de uma empresa todos destacam a subjectividade e a dificuldade que existe na avaliação dos intangíveis, existe um número de modelos destinados a avaliar empresas, variando de acordo com o objectivo da avaliação, e as características próprias das empresas avaliadas.

Neves (2011) classifica os modelos para avaliação de empresas em seis grandes grupos nomeadamente, modelos baseados no balanço patrimonial, baseados na demonstração de resultados, modelos de fluxo de caixa descontados, modelos baseados no goodwill, modelos de opções e modelos de criação de valores.

Portanto o nosso estudo centrou –se basicamente nos modelos de criação de valor, Copeland, Koller e Murrin (2002), Ferreira (2002) e Neves (2012) são da opinião que qualquer modelo utilizado para a medição de valor pode ser calculados sob a perspectiva dos proprietários e da empresa. Actualmente existem várias modelos de avaliação de desempenho com base no valor, tais como:

- *Total Shareholders Return*, que indica o valor total que um investidor obtém do investimento;
- *Total Business Return*, que representa a taxa real de retorno de um ou mais investimentos em um determinado período;
- *Shareholder Value Added (SVA)*, que mede os resultados operacionais que a empresa produziu acima de seus custos de financiamento ou custo de capital;
- EVA, MVA, que são indicadores que diferenciam o valor criado do valor evidenciado em um contexto de inflação;
- REVA, um indicador complementar do EVA, mais adequado para avaliar o desempenho e oferecer incentivos aos níveis superiores das organizações;

- CVA, MVA, que incorporam o valor actual de futuros CVA e são equivalentes ao MVA e EVA, respectivamente;
- CFROI, *Spread CFROI*, CFROI ratio e *Economic Margin*, que avaliam o desempenho da empresa e o valor criado ou destruído economicamente.

Estes modelos são "instrumentos fundamentais, para um conjunto de tarefas, designadamente, na análise de fusões, aquisições, alianças e reestruturações, gestão de carteiras e gestão de decisões de oportunidades de negócios" (Ferreira, 2002, p.100).

2.2.10 Modelo de Valor Económico Adicionado (EVA)

2.2.10.1 Evolução Histórica, conceito do EVA

Nos anos 80 surgiu uma preocupação por parte da gestão com a criação de valor para os acionistas. "As críticas feitas aos métodos convencionais de análise de desempenho através dos rácios financeiros levou a que os gestores e os analistas do mercado de capitais aderissem a métricas que procuram captar melhor a noção de valor económico criado" (Neves, 2012, p. 74).

O conceito de Valor Económico Agregado foi desenvolvido nessa época pela Stern Stewart, trazendo uma abordagem inovadora em relação ao lucro económico, originalmente introduzido nos Estados Unidos na década de 90, o termo *Economic Value Added* (EVA) foi patenteado pela empresa de consultoria e auditoria Stern Stewart & Co, fundada por seus sócios (Rangel, 2008).

"Trata-se de uma medida de desempenho que mede o valor criado por uma empresa, ou o valor adicionado ao património dos proprietários, em um único exercício" (Santos, 2008, p. 137).

De acordo com Stewart (1991), EVA é uma maneira de medir o lucro residual que deduz o custo do capital dos resultados operacionais gerados pela empresa, sendo considerado como o modelo de desempenho financeiro que efetivamente avalia todas as formas de criação ou destruição de valor económico.

Young e O`Byrne (2003), afirmam que:

O EVA mede a diferença em termos monetários, entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital. É, portanto, similar à mensuração contabilística

convencional do lucro, mas com uma importante diferença: o EVA considera o custo de todo o capital, enquanto o lucro líquido divulgado nas demonstrações financeiras da empresa considera apenas o custo do tipo mais visível de capital, ou seja, os juros referentes ao capital alheio, ignorado o custo do capital próprio (p. 20).

Para Gitman (2010), o EVA é uma medida usada para determinar se um investimento contribui ou não para geração de riqueza dos proprietários, ele é calculado subtraindo-se o custo dos recursos utilizados para financiar um investimento dos seus lucros operacionais, após o pagamento dos impostos.

Marion (2010) e Neves (2012), referem que o EVA é uma ferramenta de gestão financeira e empresarial que mede o retorno que capitais próprios e de terceiros estão proporcionando a seus proprietários, evidenciando, se estão ficando mais ricos ou não, ou seja, se os capitais aplicados em determinado empreendimento estão-lhes gerando lucros acima dos custos estimados.

2.2.10.2 Cálculo do Modelo EVA

O EVA pode ser mesurando por diversas fórmulas de acordo com a literatura consultada, para Neves (2012), uma empresa cria valor económico acrescentado quando o seu EVA for positivo, conforme a fórmula que se segue:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{CI} * \text{WACC}) \quad 5$$

NOPAT: *Net Operating Profit after Taxes* representa o Lucro operacional líquido após os impostos

WACC: *Weighted Average Cost of Capital* = Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC).

CI: Capital empregado ou capital Investido: representa a soma do capital próprio com o capital alheio.

Destacando o EVA *spread* (Valor Económico Agregado), que consiste na diferença entre a taxa de retorno de um investimento e a taxa de custo de capital, teremos:

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{CI} \quad 6$$

- **Lucro Operacional depois os impostos (NOPAT)**

O NOPAT - *Net Operating Profit After Taxes*, "deve ser considerado como o lucro operacional da empresa, já deduzindo o imposto de renda, que representa quanto as operações correntes da empresa geraram de lucro" (Young & O'Byrne, 2003, p. 50).

Segundo Neves (2002), o lucro operacional líquido representa a receita operacional que a empresa teria caso estivesse livre de endividamento, o seu cálculo inclui todos os tipos de receitas e despesas operacionais e exclui as receitas e despesas financeiras, as provisões para imposto de renda e contribuições sociais sobre o lucro líquido, os resultados extraordinários e o rendimento de investimento não operacionais. Uma das parcelas do EVA, o NOPAT, pode ser retirado das demonstrações financeiras é calculado da seguinte forma:

Quadro 1: Procedimentos para Determinação do NOPAT

| |
|---|
| Descrição |
| + Receitas Com as Vendas |
| + Outros Rendimentos Operacionais |
| - Custo das Mercadorias Vendidas/Consumida |
| - Outras Despesas Operacionais |
| = Resultado Operacional |
| - Imposto sobre Resultado Operacional |
| = Resultado Operacional Líquido Depois do Imposto (NOPAT) |

Fonte: Neves, (2002)

- **Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)**

Para Young (1997) o custo do capital, ou simplesmente WACC, é igual à soma do custo de cada um dos componentes do capital - dívida de curto prazo, dívida de médio e longo prazo e capital próprio –ponderada para as suas proporções relativas na estrutura de capital da empresa.

Segundo Stewart (1991) esta taxa, para além de incorporar os riscos associados ao negócio da empresa, reflete ainda os custos de oportunidade dos detentores do capital que financiam as atividades operacionais da empresa, ou seja, capital próprio e capital alheio, bem como os benefícios fiscais resultantes das decisões estratégicas relacionadas com a estrutura de capital.

Para Kassai Kassai e Neto (2010) o custo de capital é geralmente determinado por uma média dos custos pós impostos do capital de terceiros (credores) e dos custos de oportunidade do capital próprio (acionistas), ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital.

O custo médio ponderado de capital ou *Weight Average Cost of Capital* (WACC) consiste no encontro dos custos das determinadas fontes de capital e a realização de uma média ponderada dos valores de cada fonte e o seu custo correspondente. Neves (2002) apresenta a fórmula de cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital, a seguir apresentada:

$$WACC = (K_e * W_e) + (K_d * W_d) * (1 - T) \quad 7$$

WACC= Custo Médio Ponderado de Capital

K_e = Custo de Oportunidade do Capital Próprio

W_e = Proporção do Capital Próprio $[E / (E+D)]$

K_d = Custo de Oportunidade do Capital de Terceiros

W_d = Proporção do Capital de Terceiros $[\frac{D}{E+D}]$

E = Passivo Oneroso; t = Impostos

D = Patrimônio Líquido

Portanto, ao diminuírem o valor do WACC contribuem igualmente para a criação de valor porque, reduzem o custo do investimento e em simultâneo aumentam o valor dos excedentes financeiros criados (Teixeira, 2012).

A teoria de Modigliani e Miller (1958) em relação ao custo de capital sugere que, a proporção de dívida em relação ao capital próprio aumenta, na mesma proporção que o custo do capital próprio aumenta, uma vez que os acionistas exigem maior retorno pelo aumento do risco. Entretanto, o custo médio ponderado de capital permanece constante, confirmando a ideia de que a estrutura de capital é irrelevante em um mercado perfeito.

- **Custo de Capital Alheio**

De acordo com Ferreira (2002), o custo da dívida mede o custo actual dos financiamentos feitos a empresa pelo que é influenciado por variáveis, tais como o nível actual das taxas de juro, o risco de incumprimento ou de falência e a vantagem fiscal associada com a dívida.

Segundo Neves (2002) o custo do financiamento alheio pode ser determinado através das taxas negociadas com as instituições financeiras aquando da realização dos empréstimos bancários por parte da empresa. O custo de capital alheio pode ser obtido a partir da estimativa da taxa média ponderada do custo de capital alheio da empresa, tendo por base os dados contabilísticos da empresa pode igualmente ser determinada através da seguinte expressão matemática:

$$K_d = j \quad 8$$

K_d - Custo do Capital de Terceiros.

J – Juros e outros gastos financeiros do ano.

Modigliani e Miller (1958) afirmam que, quando considera-se a tributação, a dívida se torna mais atractiva devido ao efeito da dedutibilidade dos juros o que significa que os juros pagos sobre a dívida podem ser deduzidos da base de cálculo do imposto de renda, resultando em uma economia tributária. Portanto, a economia pode levar a um aumento do valor das acções da empresa, uma vez que ela pode reter mais lucro após impostos ao utilizar dívida em sua estrutura de capital.

- **Custo de Capital Próprio**

O custo de capital próprio é a taxa de retorno que os acionistas esperam obter e é um conceito complicado de quantificar, uma vez que não há uma maneira directa de calculá-lo nas demonstrações financeiras. (Rodrigues et. al, 2016).

Existem diversos métodos para estimar o custo do capital próprio, dentre os quais podem ser destacados os seguintes: *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *Arbitrage Pricing Theory* (APT), e *Dividend Growth Model*.

O modelo CAPM estabelece uma conexão linear entre o rendimento de um activo e o rendimento do mercado, esse "modelo foi criado por *William Sharpe*, da Universidade de *Stanford*, e *John Lintner*, da Universidade de *Harvard*, e leva em consideração as expectativas dos acionistas, não se baseando em valores históricos" (Neto, 2014, p. 468).

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

Neves (2002) indica que, esta taxa pode ser calculada através do *Capital Asset Pricing Model* – CAPM para as empresas cotadas em bolsa, para as restantes empresas este custo pode ser determinado utilizando a rentabilidade média dos capitais próprios do sector de actividade ou adicionando um prémio de risco sobre o custo de financiamento bancário, portanto apresenta-se a fórmula para o cálculo da mesma:

$$K_e = R_f + \beta_i * (R_m - R_f) \quad 9$$

Segundo Brealey et al. (2007), o custo do capital próprio de um investimento pode ser estimado através do *Capital Asset Pricing Model* – CAPM e depende de três variáveis: taxa de juro isenta de risco, coeficiente de risco sistemático e o prémio de risco do mercado, conforme exposto acima.

a) Taxa de juro isenta de risco (Rf)

A taxa isenta de risco pode ser definida em seu limite superior, como a taxa de juros de financiamento da maior e mais segura empresa do país e o limite inferior a taxa de juros oferecida por um banco local confiável (Damodaran, 2002). Na estimativa da taxa de juro sem risco, habitualmente, utilizam-se as taxas de juro das obrigações do tesouro (Neves, 2012).

b) Coeficiente de risco sistemático (β)

A sua obtenção consiste pela regressão linear entre os retornos de uma acção e índice representativo do mercado. O coeficiente de risco sistemático mede a sensibilidade do retorno de uma acção com relação ao retorno da carteira de mercado (Brealey, Myres & Marcus, 2003).

O coeficiente beta (β) é a medida sintética da sensibilidade (volatilidade) da rentabilidade de um investimento às variações do mercado, um valor de beta igual a um significa que a rentabilidade da acção sobe ou desce na mesma percentagem do mercado, quanto maior o beta maior o risco associado à acção, quando existe um activo sem risco o beta é igual a zero (Neves, 2012).

O coeficiente de risco sistemático pode ser obtido através da seguinte expressão:

| | | |
|-------------|---|----|
| $\beta_i =$ | $\frac{\text{COV}(R_a - R_m)}{\text{Var}(R_m)}$ | 10 |
|-------------|---|----|

COV (R_a , R_m) - covariância entre o retorno do activo e o retorno esperado do mercado

Var (R_m) - variância do retorno esperado do mercado

c) Prémio de risco do mercado ($R_m - R_f$)

Brealey et al. (2003) citam que o prémio de risco do mercado consiste na diferença entre o retorno do mercado e o retorno das letras do Tesouro livres de risco. O prémio de risco de mercado é a diferença entre o retorno da carteira de mercado e a taxa de retorno de aplicações sem risco (Neto, 2014).

- **Capital Investido**

Para os autores Young e O'Byrne (2003), o capital investido é igual à "soma do património líquido que pertence ao investidor, mais os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo pertencentes a credores" (p.51). O capital investido pode ser calculado sob duas perspectivas nomeadamente:

1. Da origem dos recursos: compostos pelo capital de terceiros representados pelas dívidas onerosas da empresa, incluído, aquelas não evidenciadas no balanço

patrimonial, como operações de *leasing* e dívidas com fundos de pensão, somando ao capital próprio, representado pelo património líquido. Devem ser excluídas do passivo as dívidas operacionais (fornecedores, salários a pagar, impostos a pagar), que representam fontes espontâneas de recursos e pelo facto de estarem representados no NOPAT.

2. Da aplicação de recursos: composto pelo capital de giro líquido que é constituído por activo circulante operacional, somando ao activo tangível ou e diferido da empresa. O capital investido em suma representa a totalidade dos financiamentos deduzidos dos passivos não correntes ou onerosos de curto prazo como fornecedores, provisões para salários e imposto sobre rendimentos.

Neves (2011) considera necessário construir um balanço funcional para cálculo do capital investido, uma vez que este permite mostrar como a organização conquista e investe os recursos financeiros que possui.

Quadro 2: Estrutura do Balanço Funcional

| |
|---------------------------------------|
| Estrutura do Balanço Funcional |
| Activos fixos ajustados |
| NFM Exploração |
| + Necessidades Cíclicas |
| - Recursos Cíclicos |
| NFM Extra exploração |
| + Tesouraria Ativa |
| -Tesouraria Passiva |
| Total de Investimento |
| + Capitais Próprios |
| + Passivo Financeiro |
| Total de Financiamentos |

Fonte: Neves, (2011).

Segundo Neves (2011) o capital investido diz respeito ao investimento efectuado pelos credores e acionistas da empresa, pelo que o passivo cíclico não deve ser considerado capital investido por ser um financiamento espontâneo do ciclo de exploração, assim, deduz-se ao activo e ao passivo todo o passivo não remunerado, de modo a que do lado do financiamento fica apenas o capital próprio e o capital alheio remunerado.

2.2.10.3 Interpretação dos Resultados do Modelo EVA

O EVA mede o desempenho económico-financeiro das empresas com base na riqueza ou valor que efectivamente criou, após deduzir o custo de capital investido do seu lucro operacional, assim existe valor, sempre que a actividade desenvolvida gerar um resultado superior ao custo do capital investido.

Quadro 3: Interpretação dos Resultados do modelo EVA

| | | |
|-------------------|--|--|
| EVA > 0 | A empresa cria valor | Há uma utilização adequada dos recursos e o valor criado foi suficiente para remunerar totalmente os capitais investidos. |
| EVA = 0 | A empresa não cria, mas também não destrói valor | O valor gerado apenas cobre o custo do capital investido. |
| EVA < 0 | A empresa destrói valor | A empresa não foi capaz de cobrir todos custos, ou seja, o valor gerado não foi suficiente para remunerar a totalidade do capital investido. |

Fonte: Teixeira e Martins, (2015).

Assim, a metodologia do valor económico adicionado, verifica, com critérios técnicos, num período estabelecido, se a empresa está a criar ou a destruir valor económico aos accionistas possibilitando à gestão uma visão clara e rápida do negócio, assim como a identificação das causas progresso da estratégia adoptada.

2.2.10.4 Ajustamentos Contabilísticos do Modelo EVA

As distorções contabilísticas representam um desafio para serem eliminadas, mas o EVA corrige o valor contabilístico, adicionando de volta activos como reservas fiscais e de garantia, esses ajustes visam obter uma estimativa mais precisa do capital total investido na empresa (Rappaport, 1998).

Segundo Young e O'Byrne (2001), os ajustes contabilísticos do EVA são planificados com os seguintes objectivos:

- Corrigir distorções nos princípios contabilísticos geralmente aceites que exigem esforços bem-sucedidos da contabilidade;

- Tornar o retorno contabilístico sobre o capital uma melhor representação da taxa de retorno econômico, substituindo o método linear de amortização e depreciação pela depreciação e amortização econômica;
- Aumentar a responsabilidade pelos recursos dos acionistas, eliminando a consolidação de juros contabilísticos;
- Restringir a capacidade da empresa de gerir os lucros;
- Eliminar despesas não monetárias, como a amortização de juros;
- Melhorar o EVA como uma medida do valor de mercado através da capitalização da reestruturação e de outros custos especiais.

Conforme Neves (2011), a *Stern Stewart* descreveu, nas normas contabilísticas, aproximadamente 160 regras que, em sua opinião, induzem desvios na avaliação da verdadeiro desempenho económico-financeira e não permitem obter os dados necessários para o cálculo do EVA.

Young e O'Byrne (2003) salientam a necessidade dos ajustes para alcançar uma maior correlação entre as medidas de curto prazo e a distribuição dos custos, a título de exemplo apresentamos alguns dos ajustamentos possíveis:

- ✓ *Goodwill*, uma vez que baixa o capital investido e diminui o resultado operacional;
- ✓ Operações de *leasing* operacional porque subavaliam o resultado operacional encobrem dívida;
- ✓ Despesas de investigação e desenvolvimento porque quando contabilizadas como gasto diminuem o capital investido;
- ✓ O NOPAT pode ser ajustado para apresentar de forma mais precisa os resultados financeiros. Alguns dos ajustes mais comuns incluem o aumento do imposto diferido, da reserva *Last-In-First-Out* (LIFO), da amortização acumulada de juros, das provisões e outras reservas, e o reconhecimento de ativos intangíveis capitalizados.

2.2.10.5 Vantagens do modelo EVA

Conforme a explicação de Young e O'Byrne (2003), uma medida de desempenho eficaz deve levar em consideração os fluxos de uma empresa ao invés dos estoques, permitindo avaliações periódicas, além disso, deve focar na criação de valor para o acionista e ser aplicável a nível de divisão da empresa, portanto, na visão dos autores, o EVA atende positivamente a todas essas exigências.

Segundo Stewart (1999), a principal razão para a utilização do EVA como o objectivo financeiro da empresa é por ser a única medida de avaliação ligada directamente ao valor intrínseco de mercado, não só mas também pelo facto de medir devidamente e de todas as formas como a empresa pode criar ou destruir valor.

Ferreira (2002), Young e O'Byrne (2003) apontam como uma das grandes potencialidades do EVA o facto de poder ser aplicado na análise da totalidade da empresa ou apenas a parte dela, fornecendo assim informação específica aos gestores de departamentos.

Segundo Mota, Barroso, Nunes e Ferreira (2004) o EVA é uma importante ferramenta de gestão pois permite ao gestor ter uma noção clara do impacto que as suas decisões têm no futuro da empresa, permitindo uma maior responsabilização.

2.2.10.6 Desvantagens do modelo EVA

Uma preocupação frequente em relação ao EVA é que os gestores possam ser incentivados a investir menos do que o adequado, ou seja, a realizar sub-investimentos em activos tangíveis ou intangíveis que não trarão retornos imediatos. Embora o EVA avalie o valor gerado ou destruído num determinado período, ele não leva em conta as expectativas futuras, ignorando assim a parte do valor criado que ainda não se materializou, esta constitui uma das principais limitações do EVA (Ferreira, 2002).

No entanto, encontramos mais desvantagens do modelo de valor económico agregado citadas por Rappaport (1998):

- ✓ Não possibilita a comparação entre unidades de investimento com dimensões diferentes;

- ✓ Mede apenas o lucro de curto prazo e não considera factores como a qualidade, o tempo os serviços prestados ao cliente e ignora o pagamento de dividendos;
- ✓ Os ajustamentos necessários ao NOPAT, por forma a adaptar o EVA à tradicional contabilidade, aproximando-a uma contabilidade que apresente valor económico.

Refined Value Added é uma versão modificada do modelo EVA, baseado no conceito de que o valor de uma empresa é dado pelo seu valor de mercado, e que o capital investido deve ser calculado com base nos preços de mercado dos activos, em vez dos seus valores contabilísticos, com o intuito de fornecer uma visão mais realista do desempenho da empresa e do retorno sobre o investimento (Neves, 2002; Ferreira, 2002).

No entanto, a utilização do *Refined Value Added* pode apresentar algumas limitações, especialmente em empresas de menor dimensão ou em sectores onde os activos não são facilmente avaliáveis no mercado, não só mais também, o *Refined Value Added* pode não ser adequado para avaliar o desempenho em situações específicas, como fusões e aquisições, onde o valor de mercado pode estar distorcido.

2.1.10 Modelo de Valor Adicionado em Caixa (CVA)

O valor adicionado em caixa é uma modelo de desempenho financeiros baseadas no valor económico, criada pela consultoria norte-americana como uma nova opção em relação ao EVA, este tem como particularidade a utilização dos activos pelo seu valor bruto e não pelo valor líquido contabilístico, para cálculo do capital investido, o que faz com que evite os enviesamentos provocados por novos investimentos, contrariamente ao que acontece com a metodologia do EVA.

Para Young e O'Byrne (2003), o CVA é uma "medida alternativa de lucro residual desenhada para gerar valores para o lucro, mais próximos dos valores de fluxos de caixa do que os valores apresentados pelo EVA ajustado, ao mesmo tempo, retém as vantagens por considerar todos os custos de capital" (p.378).

Segundo Ferreira (2002), o CVA representa o lucro operacional líquido ajustado após os impostos, considerando também as amortizações contabilísticos, ele é deduzido das amortizações económicas e do custo do capital investido, esse indicador mostra se o fluxo de caixa operacional é suficiente para cobrir o custo dos activos utilizados.

Neves (2012) argumenta que a fórmula de cálculo do CVA é similar à do EVA, com a diferença de que o NOPAT é substituído pelo MOLI. A expressão matemática para o cálculo do CVA é a seguinte:

$$\text{CVA} = \text{MOLI} - \text{WACC} * \text{CI} \quad 11$$

De acordo Ferreira (2002) o "método CVA destaca-se pela utilização dos activos com base em seu valor bruto, em oposição ao valor líquido contabilístico usado no EVA, para determinar o capital investido" (p. 243).

O "modelo de criação de valor (CVA) e o lucro operacional líquido após impostos (NOPAT) não levam em consideração as despesas com depreciação e amortização, além disso, o capital investido é apresentado em sua forma bruta e não líquida, sendo ainda acrescido do montante da depreciação acumulada" (Young & O'Byrne, 2003, p. 379).

Segundo Teixeira e Pardal (2005), os meios libertos líquidos de impostos representam o dinheiro disponível após a empresa pagar todos os custos operacionais, são calculados a partir dos resultados operacionais, adicionados dos custos não desembolsáveis, como imparidades, provisões, amortizações e depreciações do exercício, estes custos não exigem saída de dinheiro da empresa, sendo assim considerados no cálculo do MOLI.

O MOLI pode ser determinado pela seguinte estrutura conforme se segue:

Quadro 4: Estrutura do Cálculo de MOLI

| Descrição |
|--|
| + NOPAT |
| + Amortizações e Depreciações do Exercício |
| + Previsões e Imparidades do Exercício |
| = Meios libertos líquidos |

Fonte: Teixeira e Pardal (2005).

2.1.10.1 Vantagens do modelo CVA

O modelo CVA ao ser introduzido para substituir os viesamentos presentes no modelo EVA, permitiu ultrapassar a distorção do efeito das depreciações, que provocavam aumentos do valor do EVA, induzindo em um erro a criação de valor por esse modelo.

O CVA para determinar o custo do capital utiliza o método CAPM, fazendo uma aproximação mais realista na medida em que utiliza uma base de dados histórica da empresa, facilitando a determinação do custo do capital em empresas não cotadas. Fernandes (2002) entende que o método CVA “concilia, em simultâneo, a parte económica com a parte financeira, enquanto o EVA, tem apenas em linha de conta a parte económica da empresa” (p.49).

Neves (2011) afirma que “embora sem fundamento muito científico o CVA é o que apresenta melhores níveis de correlação com as cotações e com a rentabilidade das acções no mercado de capitais” (p 125).

Young e O’Byrne (2001) referem que, a métrica CVA apresenta reactivamente ao EVA, a vantagem do seu resultado não ser afectado pela política da empresa relativamente às amortizações e depreciações, e a provisões e imparidades que são custos aceites fiscalmente, mas que não representam saídas monetárias.

2.1.10.2 Desvantagens do modelo CVA

A literatura aponta como uma das desvantagens do CVA, o facto de não considerar a depreciação no cálculo do lucro, enfraquecendo a ligação conceitual entre o lucro residual.

O CVA elimina os acréscimos contabilísticos, embora a reversão dos acréscimos produza um número mais próximo dos fluxos correntes de caixa, este torna-se um problema, que advém do facto de poder também remover do lucro, informações que os mercados de capitais julguem ser úteis para a previsão dos lucros e fluxos de caixa (Young & O’Byrne, 2003, p.397).

Fernández (2001) considera que o método CVA tem pouca relação com a criação de valor para os accionistas, uma vez que a sua utilidade encontra-se na avaliação de empresas. Ferreira (2002) considera que tanto o EVA como CVA apresentam como deficiência, o facto de ignorarem os *cash flows* produzidos pelo negócio, apesar de considerarem que são indicadores com vantagem sobre os tradicionais.

2.1.11 Valor de Mercado Adicionado (MVA)

Conforme Ferreira (2002), o MVA foi desenvolvido por Stewart (1991) e representa a medida da riqueza que foi gerada ou perdida para os accionistas em um período

específico, é calculado como a diferença entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contabilístico.

De acordo com Ehrbar (2000), o Valor de Mercado Agregado (MVA) é determinado pela diferença entre o valor do capital investido na empresa pelos investidores e o valor que poderiam obter ao vender suas participações pelo preço actual de mercado.

Em resumo, o MVA representa a discrepância entre o valor de mercado da empresa, refletido pela cotação de suas acções, e o valor total do capital investido pelos proprietários de capital, sejam eles acionistas ou credores.

Dessa forma, o MVA busca capturar a geração de valor efetiva oferecida aos acionistas, evidenciando os efeitos tanto de criação quanto de destruição de riqueza ao longo do tempo, este modelo oferece ainda uma abordagem sofisticada para avaliar a eficiência e rentabilidade de uma empresa, demonstrando se os seus investimentos e actividades que geram retornos superiores ou inferiores às expectativas dos investidores, conforme a fórmula que se segue:

$$\text{MVA} = \text{Valor do Mercado} - \text{Capital Investido} \quad 12$$

Neste modelo, é feita uma análise comparativa entre o valor de mercado de uma empresa de acções e o capital total investido no negócio, isso permite avaliar a relação entre o preço das acções da empresa e o seu capital investido, fornecendo *insights* sobre o desempenho financeiro e o potencial crescimento da empresa.

O modelo MVA surge com intuito de colmatar a insuficiência do modelo EVA que não considera as expectativas futuras, constituindo assim uma medida definitiva de criação de valor. Ferreira (2002) argumenta que é a “diferença entre o capital investido e o valor a receber no caso de venda das acções no mercado” (p.213). Traduz-se, igualmente, em uma “medida de criação de valor cumulativa, pois reflecte num dado momento, a avaliação que o mercado faz do valor criado pela actividade passada e das expectativas quanto ao futuro” (Neves, 2011, p.132).

2.1.11.1 Vantagens do modelo MVA

Para Ehrbar (1999), o MVA é considerado uma das melhores medidas para avaliar o desempenho da empresa, considerando que permite confirmar a eficácia dos gestores na

alocação correcta de recursos escassos. É uma medida ajustada automaticamente ao risco, na medida em que os valores de mercados incluem a análise dos investidores no que respeita ao risco e pode ser utilizado em diferentes sectores e países respectivamente.

Alem disse reflete igualmente a forma como a gestão posicionou a empresa, numa visão de longo prazo, uma vez que os valores do mercado agregam o valor actual dos pagamentos esperados a longo prazo.

O MVA torna as empresa mais atraentes para potenciais investidores, o MVA elevado mostra que a organização esta saudável e bem-sucedida, demonstrando uma elevada probabilidade de gerar retornos significativos e consequentemente a prosperidade e perpetuidade dos investimentos permitindo assim a expansão das operações e o retorno esperado e por conseguinte ganhar seguimento do mercado.

2.1.11.2 Limitações/ desvantagens do modelo MVA

Neves (2011) fundamenta que, o preço da acção não proporciona condições de avaliar o nível de eficiência que a organização possui no desenvolvimento das suas actividades, ao relacionar o valor do mercado com o valor do investimento, o accionista passa a exigir melhor desempenho em termos de recursos da empresa à disposição da empresa. O MVA apresenta algumas restrições mais evidentes que dificultam a utilização:

- ✓ O MVA pode ser positivo mas a empresa pode estar a destruir valor num determinado período, tal pode ser visível a partir do momento em que é possível identificar empresas com prejuízo e MVA positivo, o mesmo verifica-se porque o MVA não é um indicador de criação de valor, mas sim um indicador de eficiência da gestão de valor.
- ✓ Este modelo só pode ser determinado por empresas que tiver suas acções negociadas em bolsa e tiver um preço de mercado;
- ✓ Outra questão que pode influenciar o cálculo do MVA são as distorções que podem afetar ao cálculo do capital investido como a inflação, alterações de preços dos activos e oscilações do custo de oportunidade ao longo do tempo.

Autores como Ehrbar (1999) e Neto (2014) apontam críticas ao modelo MVA, argumentando que, só pode ser calculado por empresas que negociam acções em bolsa e que a volatilidade do mercado pode influenciar o valor da empresa a curto prazo,

destacam igualmente que, o MVA não permite avaliar por sectores da empresa e não considera o custo de oportunidade de investimentos antigos, nem os rendimentos pagos aos accionistas no passado.

2.1.12 Modelo de valor Adicionado ao Accionista (SVA)

O modelo do Valor Adicionado ao accionista foi criado por Rappaport nos anos 80, com o objectivo de avaliar o valor que os accionistas recebem através da diferença entre o valor da empresa e o valor das dívidas. O valor da empresa é calculado com base nos fluxos de caixa líquidos descontados pelo custo de capital. O criador argumenta ainda que é uma medida importante para os accionistas, pois mostra se a empresa está gerando retorno suficiente para compensar o custo do capital investido, chama atenção igualmente as empresas a focarem-se em aumentar o SVA como forma de maximizar o valor para os accionistas.

Neto (2014) define o SVA como a contribuição dos gestores para o aumento do valor de uma empresa em um determinado período de tempo, para que haja criação de valor econômico, a taxa de retorno do investimento deve ser maior do que a taxa de custo do capital, caso contrário, os investidores não terão incentivo para investir, já que a empresa não estará gerando valor.

Segundo Rappaport (2001), o valor de uma empresa no modelo SVA é composto por três elementos principais: o valor presente do fluxo de caixa livre durante o período de previsão, o valor residual, que representa o valor presente do negócio após o período de previsão e o valor actual de investimentos negociáveis e outros activos facilmente convertíveis em dinheiro, que não são essenciais para a operação do negócio.

A análise de desempenho de uma empresa de acordo com o modelo SVA envolve a comparação do fluxo de caixa real com o projectado, e é realizada através da técnica de desconto de fluxos de caixa futuros para o momento presente.

O modelo SVA é semelhante ao ponto de equilíbrio em análise, pois representa o nível de margem de lucro operacional em que uma empresa não gera lucros ou prejuízos, no entanto, o SVA se concentra no valor econômico da empresa, a atenção exclusiva a este indicador pode garantir a manutenção do valor econômico para os accionistas, mas não cria nem destrói valor adicional.

2.1.13 Modelo de Retorno sobre o investimento em fluxo de caixa (CFROI)

O Retorno sobre o investimento em fluxo de caixa é uma métrica financeira que teve origem em pesquisas da Callard, Madden e Associates iniciadas em 1969, o objectivo era desenvolver um modelo que melhorasse a decisão de investimento e, conseqüentemente, a rentabilidade dos investimentos, nos meados da década de 80, o modelo foi aprimorado pela Boston *Consulting Group* e pela *Holt Value Associates*, CFROI é uma taxa de retorno de investimento semelhante à taxa interna de retorno usada na avaliação do projecto de investimento (Young & O'Byrne, 2001; Martin & Petty, 2002).

Segundo Young e O'Byrne (2001), defensores deste modelo, acreditam que este fornece melhores estimativas do valor do mercado e que podem ajudar os investidores a identificar acções sobrevalorizadas e subavaliadas, bem como calcular o retorno total do negócio, tornando-se uma medida de desempenho directamente ligada ao retorno dos accionistas.

De acordo com Martin e Petty (2002), o cálculo do CFROI, envolve cinco etapas a conhecer:

- ✓ Estimar a vida útil dos activos da empresa;
- ✓ Calcular os fluxos de tesouraria ajustados a inflação anual a receber ao longo da vida dos activos da empresa;
- ✓ Calcular o capital investido e o valor do activo não depreciável ajustado a inflação da empresa;
- ✓ Determinar o CFROI quer pelo método de vários períodos – TIR, quer através de um único período;

2.1.13.1 Vantagens e Desvantagens do modelo CFROI

Young e O'Byrne (2001) afirmam que uma das vantagens do CFROI é que ele é expresso em percentagem, o que facilita a comparação entre empresas, divisões e investimentos diferentes, os gestores consideram que as medidas em percentagem são mais descritivas do que as medidas monetárias, como o EVA, o que torna mais fácil avaliar o desempenho de diferentes áreas e tomar decisões estratégicas com base nessas informações.

A *Boston Consulting Group* cita três vantagens do CFROI, a primeira é o facto de converter os lucros contabilísticos em fluxos de caixa, a segunda é relativa a utilização do total do capital investido no negócio para produzir fluxos de caixa em vez de valores contabilísticos depreciados e por fim reconhece a vida útil durante a qual os activos irão gerar fluxos de caixa (Martin & Petty, 2002).

É evidente, que o CFROI, como uma medida de rendimento é calculado da mesma forma que a TIR, no entanto, sua interpretação e aplicação trazem os mesmos desafios, especialmente quando se trata de calcular em situações em que os fluxos de caixa são negativos. Além disso, o processo de cálculo do CFROI requer uma série de ajustes contabilísticos, que podem ser complexos e difíceis de compreender para os gestores, o CFROI não permite a comparação directa entre projectos de diferentes dimensões e períodos de vida útil, sendo assim uma das desvantagens.

2.1.14 Empresa e Mercado de Capitais

Segundo Drucker (1999), a empresa é uma organização responsável pela criação de bens e serviços, visando a satisfação das necessidades dos clientes e a geração de lucro, este conceito enfatiza a função social da empresa, bem como a sua importância na economia e no bem-estar da sociedade. Nesta ordem de ideias surgem os mercados de capitais com o intuito de promover a captação de recursos pelas empresas, o que, por sua vez, contribui para a geração de riqueza para os accionistas e os investidores no geral.

O mercado de capital é um segmento do sistema financeiro com mecanismo de distribuição de valores mobiliários que tem por objectivo intermediar a negociação entre quem possui excesso de recursos e quem deseja captá-los. O mercado de capitais assume um papel relevante no processo de desenvolvimento económico e é o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e os carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficite de investimento (Neto, 2014).

Marion (2010) afirma que, accionista é aquele que possui acções da sociedade, adquirindo, assim, uma fração do capital social, com direitos e deveres proporcionais a sua participação.

Por outra, accionistas são indivíduos ou entidades que possuem acções de uma empresa, essas representam uma fração do capital social da empresa, conferindo lhes uma série de direitos e responsabilidades, como por exemplo o recebimento de dividendo.

De maneira geral o retorno sobre os investimentos de acções pode ser obtido de diversas formas a primeira é refere à valorização dos preços das acções nas bolsas de valores a segunda e ultima inclui os benefícios oferecidos pelas empresas, como dividendos, bonificações, subscrições, desdobramentos, entre outros.

A distribuição de lucros aos accionistas, por ocasião do encerramento do exercício económico, é comumente chamada de dividendo, estes representam a parte dos lucros da empresa que é distribuída aos seus accionistas, como uma forma de remuneração pelo capital investido.

Contudo, os acionistas desempenham um papel importante na estrutura de governança das empresas e são igualmente fundamentais para o funcionamento do mercado de capitais. O mercado de capitais pode ser entendido como aquele que estabelece as condições para que as empresas obtenham recursos directamente dos investidores, isso ocorre por meio da emissão de instrumentos financeiros, tais como: acções, debêntures, papais comerciais, obrigações de tesouro e outros títulos de dívida, com a finalidade principal de financiar suas operações ou viabilizar projectos de investimento (Neto, 2014).

O autor fundamenta ainda que o mercado de capital esta dividido em mercado primário onde o título é emitido pela primeira vez, ocorre ainda a emissão inicial do título, resultando em um aporte de recursos para a empresa emissora este processo de lançamento de títulos para aquisição pública é conhecido como *underwriting* enquanto no mercado secundário trata-se da negociação de títulos que já foram emitidos no mercado primário.

Portanto neste contexto, os títulos ou acções são comprados e vendidos entre investidores, e a empresa emissora não recebe recursos, já que a transação ocorre apenas entre compradores e vendedores, no país este mercado denomina-se de Bolsa de Valores de Moçambique.

Bolsa de Valores de Moçambique é uma instituição criada pelo decreto nº 49/98, de 22 de Setembro, cujo objecto consiste na organização, gestão e manutenção de um mercado central de valores mobiliários, cabendo a ela manter os meios e sistemas apropriados para o funcionamento de um mercado livre para a transação de valores mobiliários cotados. Portanto a Bolsa de valores Moçambique é um mercado organizado onde se negociam valores mobiliários como acções, obrigações, títulos de participação entre outros.

Considera-se acções, valores mobiliários emitidos por uma sociedade anonima, que são emitidos como títulos negociáveis representativo da menor fração em que se divide o capital social. No entanto nota-se que as acções são nada mais que papéis que representam parte do capital de uma empresa, e ainda são comercializadas na bolsa de valores e as mesmas podem ser classificadas quanto a propriedade (nominativas e ao portador) e quanto aos direitos que conferem (ordinárias e preferenciais).

As acções ordinárias são aquelas que asseguram aos seus titulares a plenitude dos direitos de accionista, inclusive o de votar nas deliberações das assembleias-gerais e o de eleger os administradores da sociedade enquanto as acções preferenciais são aquelas que conferem aos seus titulares dividendos prioritários em cada exercício e não dão direito ao seu portador de votar em assembleias de accionistas (BVM, 2024).

Obrigações é um empréstimo de médio/longo prazo, onde a empresa vai obter os recursos financeiros que precisa junto dos investidores, através do mercado de capitais, pela contrapartida de uma taxa de juro e pela devolução do valor investido até ao final do período do empréstimo, estas obrigações quando emitidas pelo estado chamam-se obrigações de tesouro, e quando emitidas pelas empresas chamam-se obrigações corporativas (BVM, 2024).

2.2 Literatura Empírica

Na presente subsecção, revisão da literatura empírica serão apresentados estudos realizados fora do território nacional como Portugal e Brasil, sobre o tema em alusão, com vista, a propiciar uma melhor compreensão em torno dos principais aspectos relevantes sobre criação de valor aos accionistas, trazendo semelhanças e divergências com o presente estudo.

Teixeira e Amaro (2013) estudaram a avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor onde destacaram a importância das empresas selecionarem os indicadores mais apropriados para avaliar seu desempenho e capacidade de gerar valor para os accionistas. No estudo que realizaram sobre o grupo Galp Energia entre 2005 e 2010, observaram que, embora as métricas contabilísticas sejam mais acessíveis, elas não são suficientes para medir a criação de valor. A análise de indicadores como EVA, MVA, CVA e CFROI realizada nesse estudo revelou uma contribuição significativa para a avaliação do desempenho financeiro e da geração de valor, com especial atenção ao WACC, que permite entender o custo do capital utilizado na actividade.

Martins e Teixeira (2015) realizaram uma análise sobre a criação de valor, centrando-se no indicador EVA e sua eficácia na geração de valor. Os pesquisadores concluíram que, embora os resultados positivos sejam um indicativo de desempenho, eles não garantem, de maneira alguma, a efectiva criação de valor para os accionistas.

Galvão (2017) elaborou sua dissertação que teve como objectivo, identificar os principais *value drivers* da criação de valor nas empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon, medida pelo EVA em Portugal. A população do estudo foram as empresas cotadas na Euronext Lisbon e a amostra as empresas não financeiras. Foi analisado o período compreendido entre 2011 e 2016 a luz da Avaliação de Desempenho com Base na Criação de Valor: *Value Drivers* do EVA. Os dados foram obtidos através da análise dos relatórios e contas consolidados das empresas da amostra e a análise dos dados foi efetuada através de técnicas de análise estatística multivariada e de dependência, com recurso ao *software* de análise estatística SPSS, para a amostra em estudo, as variáveis consideradas mais relevantes para a criação de valor, medida pelo EVA, foram a rentabilidade operacional do volume de negócios, a rotação do capital investido e o custo do capital próprio, tendo

sido identificadas como estatisticamente significativas por todas as técnicas de análise estatística utilizadas.

Nascimento (2019) desenvolveu a sua dissertação, com o tema, Métricas de criação de valor: *economic value added* (EVA), *cash value added*, (CVA) e *market value added* (MVA) cujo objectivo foi verificar se existe um comportamento idêntico das métricas EVA, CVA e MVA de acordo com a organização, os dados foram obtidos através da análise dos relatórios e contas consolidados da empresa. A investigação foi feita a 18 empresas cotadas na bolsa utilizou-se um programa de análise de dados, o SPSS, através da regressão linear, utilizou-se como variável dependente, a variação do valor da cotação das empresas no período entre 2009-2012 variáveis independentes, os indicadores tradicionais, bem como os indicadores baseados no valor, os modelos obtiveram significância estatística, com maior poder explicativo. O CVA foi a única métrica que demonstrou ter existido criação de valor no horizonte temporal indicado e para a empresa estudada, enquanto as restantes métricas demonstraram ter existido destruição de valor.

Pereira (2018) desenvolveu um estudo com o tema importância da gestão baseada na criação de valor para o accionista tema objectivo de analisar empiricamente a relação do EVA como medida de desempenho associada à criação de valor com a performance da empresa o Grupo Galp Energia, cotado na Euronext Lisbon. Com a recolha destes dados foi possível calcular as variáveis de partida, efetuar devidos e necessários ajustamentos, calcular o custo médio ponderado do capital e apurar as variáveis a usar no estudo estatístico.

Os resultados obtidos corroboram a afirmação, de que o EVA apresenta um maior poder explicativo relativamente às medidas tradicionais de resultados contabilísticos, no que se refere à variável valor de mercado dos capitais próprios, uma vez que, o EVA é a variável que apresenta maior coeficiente de determinação e também a que maior correlação positiva apresenta relativamente ao valor de mercado dos capitais próprios. No que se refere à afirmação da forte relação entre o EVA e o MVA, no caso estudado, não conseguiram provar que existe uma relação linear estatisticamente significativa entre o EVA e o MVA, apenas concluíram que o EVA apresenta um maior coeficiente de determinação.

Santiago (2023) dissertou sobre EVA, MVA, CVA e CFROI, como criação de valor, o estudo de caso foi a empresa Corticeira Amorim SGPS, SA, em Lisboa, o objectivo principal foi analisar a criação de valor aos accionistas, *performance* da empresa no período de 2017-2022. De acordo com os dados obtidos nos relatórios e contas da empresa chegou-se às seguintes conclusões, a empresa estudada teve resultados positivos e consequentemente criação de valor para os accionistas, destacando o CVA como o modelo que melhor traduz a análise do valor da empresa.

Nas pesquisas realizadas, constatou-se que a aplicação de modelos de avaliação de gestão baseadas no valor, como EVA, MVA, CVA e CFROI, é vantajosa para as empresas, porque os modelos auxiliam na análise do desempenho organizacional, permitindo que as empresas compreendam melhor sua capacidade de geração de valor. Dessa forma, é possível estabelecer objectivos mais adequados e aprimorar a gestão, tornando-a mais eficaz e eficiente, além de maximizar a criação de valor para os accionistas.

As semelhanças entre os estudos apresentados e este, incluem o foco na criação de valor nas organizações através de diferentes modelos, como EVA, CVA e MVA, bem como a análise estatística dos dados obtidos dos relatórios e contas das empresas estudadas, os estudos procuraram igualmente identificar os principais *drivers* de criação de valor, a relação entre o desempenho financeiro e a criação de valor para o accionista.

Portanto, o presente estudo traz uma abordagem interessante que foi combinar os diferentes resultados dos estudos e realizar uma análise mais aprofundada sobre os modelos tradicionais de lucro e modelos de criação de valor, considerando as diferenças nas metodologias utilizadas e o contexto das empresas estudadas estarem cotadas na bolsa de valores.

Ciente que o estudo pode proporcionar informações adicionais sobre a gestão baseada no valor e quais modelos são mais eficazes para avaliar o desempenho e a criação de valor nas organizações, o presente estudo tem como foco aplicação de diferentes modelos de criação de valor com intuito de apurar a criação ou destruição de valor para os accionistas da empresa Cervejas de Moçambique.

2.3 Literatura Focalizada

A revisão da literatura focalizada compreende aos estudos realizados em território nacional, poucos são os estudos realizados no país com foco na criação de valor, portanto dos estudos realizados a semelhança deste encontramos:

Sengo (2014) procurou aferir até que ponto a estrutura financeira adoptada pela instituição maximiza o seu valor, com o tema Escolha da Estrutura financeira e o seu Impacto sobre o valor da empresa- caso da Mcel, Sarl de 2009 a 2011. Quanto a abordagem do problema a pesquisa foi considerada quantitativa, com recursos a pesquisa documental e bibliográfica foi possível chegar aos seguintes resultados a Mcel está a operar num sub-ótimo no que respeita ao recurso à dívida, pois apresentou um índice dentro dos parâmetros aceitáveis o que significa que empresa maximizou o seu valor, naquele período, no que respeita ao índice de cobertura de encargos financeiro verificou se um nível baixo o que representava maior probabilidade de se encontrar em dificuldades financeiras futuramente.

Bento (2016) avaliou a situação financeira dos Caminhos-de-ferro de Moçambique em relação à sua liquidez, estrutura financeira, rentabilidade e capitalização, utilizando uma metodologia que incluiu pesquisa descritiva, bibliográfica, documental e estudo de caso, a análise foi feita a partir do balanço patrimonial e da demonstração de resultados, empregando tanto técnicas tradicionais (como rácios) quanto métodos avançados (modelo de Fleuriet).

Os resultados mostraram que, a empresa apresentou, a capacidade para honrar compromissos de curto prazo, apesar de a capacidade deteriorar-se nos últimos dois anos do período analisado. A estrutura financeira da mesma estava confortável em relação ao financiamento de activos e cumprimento de obrigações de médio e longo prazo. Entretanto, os rácios de actividade indicaram dificuldades na negociação de prazos com clientes e fornecedores, além de uma lenta renovação de inventários, por outro lado, a utilização dos activos foi considerada eficiente.

A análise avançada revelou que, entre 2011 e 2014, os CFM tinham uma situação financeira sólida, mas entre 2015 e 2016, houve uma degradação significativa, caracterizada pelo uso de fontes de financiamento de curto prazo.

Maunde (2018) desertou sobre métricas de avaliação de desempenho empresarial baseado na criação do valor económico para o acionista, em relação aos aspectos metodológicos, a pesquisa foi utilizada a metodologia do tipo descritiva, no formato de estudo de caso, com abordagem quantitativa, o estudo de caso foi realizado, Hidroeléctrica de Cahora Bassa, S.A., no período de 2014 a 2016, recorreu se a informação financeira relevante contida nos relatórios e contas anuais.

Nesta perspectiva, foram desenvolvidos vários modelos baseados no valor económico para os accionistas, onde deu-se maior importância ao estudo do EVA, CVA e LE. Os resultados demonstraram que, o desempenho da empresa calculada pelos métodos tradicionais foi positivo em todos os períodos analisados, porém, foi negativo pelos métodos baseados no valor económico, o que refletiu que as actividades da empresa não foram capazes de gerar rendimento suficiente para compensar os investidores de capital, ou seja, a empresa esteve a destruir a riqueza dos accionistas.

Cumbane (2023) dissertou sobre a Análise económica financeira como instrumento de apoio a tomada de decisão: caso Visa Beira Moçambique (2015-2020) na Universidade Algarve, Faculdade de Economia, com objectivo de analisar a situação financeira do grupo e avaliar a relevância dos indicadores financeiros para a tomada de decisão, com recurso a metodologia qualitativa e enfoque exploratório.

Com base na análise realizada verificou-se a estabilidade da empresa mesmo durante a crise causada pela pandemia (no ano 2020), ao se testar a maturidade dos tomadores de decisões, resultando do capital de terceiro investido sobre o património líquido da empresa, sendo conseqüentemente favorável no desempenho global da empresa, gerando maior riqueza em virtude do aumento do seu desempenho pela injeção de capital.

Todas as pesquisas abordam a avaliação desempenho económica e financeira em diferentes períodos, as semelhanças entre os estudos incluem o uso de abordagens quantitativas e qualitativas, o foco na criação de valor para os acionistas, a análise da estrutura financeira da empresa e a avaliação dos indicadores financeiros para tomada de decisão. As divergências estão patentes nas conclusões dos estudos, no entanto com base nas diferenças, pode-se inferir que as empresas em estudo apresentam realidades e desafios distintos, cada uma com a sua dinâmica financeira e estratégias.

CAPÍTULO III: METODOLOGIA DA PESQUISA

Segundo Sousa e Baptista (2011), a metodologia de pesquisa é um processo de seleção de estratégia que por si só condiciona a escolha das técnicas de recolha de dados adequados aos objectivos que se pretende atingir. Neste capítulo apresentam-se, os aspectos metodológicos que nortearam a efectivação da pesquisa, tais como: tipo de pesquisa, população, a amostra, os métodos e técnicas.

3.1 Desenho da Pesquisa

Para a realização desta pesquisa intitulada análise do desempenho financeiro com recurso aos modelos de criação de valor para os accionistas na empresa cervejas de Moçambique, SA (2021-2023) fez-se antes um levantamento de diversos artigos científicos que debruçaram sobre os modelos de criação de valor, de seguida, fez-se análise das empresas cotadas na bolsa de valores de Moçambique com vista a identificar a empresa a ser estudada, seguiu-se com a colecta de dados secundários.

Pela sua natureza quanto à abordagem do problema a pesquisa serviu-se do método quantitativo e, quanto ao seu objectivos descritivo e explicativo, para a realização, a pesquisa documental e bibliográfico foram os procedimentos técnicos a aplicados. “O desenho de pesquisa é um plano de actividades para colecta e análise de dados da pesquisa” (Severino, 2000, p. 118).

3.1.1 Classificação da pesquisa

✓ Quanto ao enfoque

Sob ponto de vista do enfoque, o presente estudo é classificado como sendo Pesquisa Aplicada, dado que “objectiva gerar conhecimentos para aplicação prática e dirigidos à solução de problemas específicos” (Severino, 2000, p.123).

É uma pesquisa aplicada porque tem em vista a resolução de um problema prático que surgiu num contexto real da aplicação dos modelos contabilísticos tradicionais, visto que a empresa estudada apresenta os resultados com base nesses modelos tradicionais, que conjugados com a literatura não oferecem a real segurança para apuração do valor criado para os accionistas, portanto os resultados deste tipo de pesquisa oferecem dados

concretos que podem auxiliar os potenciais investidores e gestores no processo de tomada de decisões sobre os negócios.

O método utilizado foi o dedutivo, com este raciocínio dedutivo o objectivo é de explicar o conteúdo das premissas, por intermédio de uma cadeia de raciocínio em ordem descendente, de análise do geral para o particular, permitindo chegar a uma conclusão (Gil, 2002; Marconi & Lakatos 2008).

A utilização deste método permitiu através de uma abordagem lógica das teorias desenvolvidas por vários pesquisadores referentes ao modelos de criação de valor aos accionistas, a aplicação em caso concreto a empresa Cervejas de Moçambique, com a intenção de auxiliar a mesma na resolução de situações da mesma, apresentar um lucro e não efetivamente significar a criação de valor para os accionistas, portanto validou-se as teorias na prática.

✓ **Quanto ao paradigma**

Quanto a forma de abordagem do problema, tratou-se de uma pesquisa quantitativa. Na pesquisa quantitativa, “busca-se um critério de representatividade numérica que possibilite a generalização dos conceitos teóricos que se quer testar” (Gil, 2014, p. 102).

O método da abordagem quantitativa na pesquisa justificou-se pelo emprego da quantificação no tratamento das informações por meio de técnicas estatísticas, não só mas também esta abordagem enfatiza números ou informações conversíveis em números.

Dessa forma, foram utilizados dados numéricos retirados dos relatórios e contas da Empresa Cervejas de Moçambique, Sa referentes aos períodos de 2021 a 2023 auditadas e preparadas de acordo com as Normas Internacionais de Relato Financeiro (NIRF's), que posteriormente, foram analisados e interpretadas.

✓ **Quanto aos Objectivos**

Quanto aos objectivos, a pesquisa caracteriza-se como sendo pesquisa descritiva. Segundo Gil (2014):

As pesquisas descritivas tem como objectivos primordial a descrição das características de determinada população ou fenómeno ou então, o estabelecimento de relações entre as variáveis. Salienta ainda a existência de pesquisas que, embora definidas como descritivas

com base em seus objetivos, acabam servindo mais para proporcionar uma nova visão do problema, o que as aproxima as pesquisas exploratórias (p.42).

A pesquisa é conectada a estudos descritivos, uma vez que esses buscam estabelecer correlações entre as variáveis analisadas e levantar hipóteses ou possibilidades para explicar tais relações, sem aprofundamento definitivo que os tornaria explicativos (Bertucci, 2008).

Gil (2014) destaca que as pesquisas descritivas são juntamente com as pesquisas exploratórias, as mais comuns entre os pesquisadores sociais interessados em aplicabilidade prática e são frequentemente requisitadas por organizações como instituições educativas, empresas comerciais entre outras.

Para Maude (2018) as pesquisas descritivas permitem avaliar a criação ou destruição de valor económico para o acionista, permitindo simultaneamente identificar sistematizar e propor estratégias que asseguram a continuidade da empresa estudada.

A utilização destas pesquisas permitiu a realização da pesquisa e através dos conhecimentos obtidos no levantamento das informações que compõem o capítulo II, da revisão de literatura, foi possível estabelecer uma ligação entre as variáveis pertinentes na determinação dos modelos de criação de valor económico para o accionista, permitindo igualmente a sistematização dos mesmos no contexto da empresa estudada afim de posteriormente propor soluções que permitam a prosperidade e perpetuidade da mesma.

A pesquisa é também explicativa, segundo Gil (2002), estas pesquisas têm como preocupação central identificar os factores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenómenos, e mais aprofundam o conhecimento da realidade, porque explica a razão, o porque das coisas. Aliou-se a pesquisas explicativas por ser continuação das pesquisas descritivas, visto que a identificação de factores que determinam um fenómeno exige que este seja suficientemente descrito e detalhado.

3.2 População e Amostra do estudo

3.2.1 População do estudo

Na estatística, o termo população refere-se ao conjunto total de elementos ou indivíduos que possuem uma característica em comum e sobre os quais se deseja obter informações ou realizar inferências.

Silva (2017) afirma que, a população pode ser definida como o total de observações que se deseja estudar, que pode incluir pessoas, objetos, eventos, ou qualquer unidade de análise pertinente ao estudo em questão.

A população do estudo representa todas as empresas cotadas na Bolsa de Valores de Moçambique, a mesma caracteriza-se por ser inanimada, e os resultados não permitem a generalização.

3.2.2 Processo de amostragem

A pesquisa baseou-se na amostragem probabilística simples, onde todos elementos da população tem a mesma probabilidade de pertencerem a amostra. A amostragem probabilística simples “consiste basicamente em atribuir a cada elemento do universo um número único para, depois, selecionar alguns desses elementos de maneira casual” (Gil, 2014, p.121).

3.2.3 Amostra do estudo

Amostra é uma “porção ou parcela, convenientemente selecionada do universo (população), é um subconjunto do universo” (Marconi & Lakatos, 2009, p. 223).

A mostra do presente estudo foi a empresa Cervejas de Moçambique, onde trabalhou-se com os relatórios e contas referentes aos períodos de 2021 a 2023, de modo que os resultados não fossem muito alargados e fora da realidade económica e financeira da empresa. A escolha desse horizonte temporal foi por mera acessibilidade pois trata-se de relatórios financeiros, mais recentes e espelham de forma mais próxima a trajetória e posição financeira da empresa no mercado, visto que o histórico de dados passados da empresa, podem distanciar-se a realidade da dinâmica do mercado actual na qual a empresa está inserida.

3.3 Técnicas e instrumentos de recolha de dados

Etapa da pesquisa em que se inicia a aplicação dos instrumentos elaborados e das técnicas selecionadas, a fim de se efetuar a coleta dos dados previstos. É tarefa cansativa e toma, quase sempre, mais tempo do que se espera (Marconi & Lakatos, 2009).

3.3.1 Técnicas de recolha de dados

“Técnica é um conjunto de preceitos ou processos de que se serve uma ciência ou arte; é a habilidade para usar esses preceitos ou normas, a parte prática. Toda ciência utiliza inúmeras técnicas na obtenção de seus propósitos” (Marconi & Lakatos, 2009, p. 174).

As técnicas empregues na pesquisa foram a pesquisa documental, bibliografia e estudo de caso.

3.3.1.1 Pesquisa documental

As pesquisas que utilizam documentos como base são importantes não porque respondem a um problema mas porque fornecem uma visão melhor, que conduz a hipóteses por outros meios (Gil, 2014). O mesmo argumenta ainda que, a pesquisa documental se parece com a bibliográfica, uma vez que dão a natureza das fontes, pois essa forma se vale de materiais os quais ainda não receberam tratamento analítico ou precisam ser reelaborados segundo os objectivos da pesquisa.

No entanto, a análise de documentos da pesquisa foi realizada nos relatórios e conta da empresa Cervejas de Moçambique referentes aos períodos de 2021 a 2023, pelo facto de constituir maior significância na empresa para responder a problemática e a concretização dos objectivos da pesquisa.

Conforme Gil (2014), uma das vantagens da pesquisa documental está em seu custo, a análise dos documentos exige apenas disponibilidade de tempo, o custo da pesquisa torna-se significativamente baixo, quando comparado com outras pesquisas, a outra vantagem da pesquisa documental é não exigir contacto com os sujeitos da pesquisa, é sabido que em muitos casos o contacto com os sujeitos é difícil ou até mesmo impossível, em outras perspectivas a informação proporcionada pelos sujeitos é prejudicada pelas circunstâncias que envolvem o contacto.

3.3.1.2 Pesquisa bibliográfica

Lakatos e Marconi (2009) referem que:

A pesquisa bibliográfica, ou de fontes secundárias, abrange toda bibliografia já tornada pública em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, teses, material cartográfico, etc., até meios de comunicação orais: rádio, gravações em fita magnética e audiovisuais: filmes e televisão.

Sua finalidade é colocar o pesquisador em contacto directo com tudo o que foi escrito, dito ou filmado sobre determinado assunto, inclusive conferências seguidas de debates que tenham sido transcritos por alguma forma, quer publicadas, quer gravadas (p. 183).

A análise bibliográfica consistiu no levantamento de informações em manuais, livros, artigos científicos e teses, relevantes para a contextualização do tema de pesquisa, não só mais também esta pesquisa serviu para estabelecer relações entre as variáveis e levantar as devidas hipóteses do estudo.

As principais literaturas consultadas foram as literaturas financeiras, que abrangiam obras que tinham como ênfase a exposição dos modelos de desempenho financeiro, concretamente os de criação de valor para os accionistas.

Para a operacionalização da pesquisa o método de procedimento utilizado foi o estudo de caso, este, prendeu-se ao facto de existir a possibilidade de aceder a informação económica e financeira privilegiada da empresa Cervejas de Moçambique tornando-se mais fácil a aplicação e interpretação dos modelos de criação de valor para os accionistas.

Gil (2014) diz que o estudo de caso “consiste no estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objectos, de maneira que a permitir seu conhecimento amplo e detalhado do mesmo” (p.54).

Yin e Grassi (2005) argumentam que o estudo de caso é uma abordagem de pesquisa abrangente que abarca desde a planificação até as técnicas de coleta de dados e análise específicas. A escolha dessa metodologia de investigação é adequada, pois permite compreender, explorar, descrever e avaliar os vários fatores relacionados ao objecto de estudo de forma simultânea, apresentando de igual forma algumas vantagens, como a possibilidade de aplicação dos métodos em diferentes áreas.

O emprego destas técnicas de pesquisa deveu-se ao simples facto das literaturas consultadas que compõe a revisão das literaturas empíricas e focalizadas que tinha em vista analisar o desempenho financeiro com recurso aos modelos de criação de valor para os accionistas, serviram-se destas técnicas para a concretização dos objectivos da pesquisa, portanto foi abraçada a ideia dos outros pesquisadores.

3.3.2 Instrumentos de recolha de dados

Para Marconi e Lakatos (2009), a coleta de dados consiste em reunir as informações necessárias para o alcance dos objectivos e resolução de problemas da pesquisa, é uma tarefa cansativa e toma, quase sempre, mais tempo do que se espera.

3.3.2.1 Dados secundários

Para Gil (2014), são chamados dados secundários por se tratarem de dados de segunda mão, sendo os dados secundários da pesquisa a base fundamental para a elaboração da pesquisa, foram consultadas múltiplas fontes de informação podendo ser citados: documentos da empresa estudada, manuais de procedimentos internos, manuais e obras de diversos autores, incluindo dissertações, teses e artigos científicos relacionados com o tema, além de informações divulgadas na internet.

Os dados secundários da pesquisa, foram os relatórios e contas da empresa CDM referente aos períodos de 2021 a 2023, e os dados referentes ao boletim de cotações, dados foram obtidos no *site* da bolsa de valores de Moçambique (<http://www.bvm.co.mz>) e no site da empresa ([Relatório e Contas | CDM,](#)) respectivamente.

Recorreu-se aos relatórios da empresa onde foram extraídos os balanços financeiros, as demonstrações de lucros ou prejuízos, demonstrações de fluxos de caixa e outras informações pertinentes presentes nos relatórios, nos boletins de cotações da bolsa de valores de Moçambique foram obtidos dados referentes as obrigações de tesouro e obrigações corporativas, que serviram de base para a determinação do custo de capital próprio, utilizou - se igualmente a técnica de pesquisa documental e o instrumento de recolha foi a análise documental, recorrendo a um tratamento estatístico de tipo descritivo.

Sustentou-se ainda da técnica de pesquisa bibliográfica onde, fez a recolha de artigos científicos, dissertações, teses de doutoramento que substanciam-se de informações em torno da criação de valor aos accionistas, realizou resumos por forma a facilitar a leitura e a sintetização dos conteúdos.

Assim as literaturas a consultadas no âmbito da pesquisa, foram extraídas em bibliotecas físicas e virtuais, revistas, e a posterior foi feita uma análise crítica das informações recolhidas. As principais obras consultadas no âmbito da pesquisa bibliográfica foram:

Neto (2014), em *Finanças Corporativas e Valor*, Stewart (1991), *The Quest for Value - The EVA Management Guide* e Rappaport (2001), *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores* entre outras.

3.4 Tratamento de dados

Para Gil (2014), a análise de dados objectiva organizar e resumir os dados de formas que possibilitem o fornecimento de respostas ao problema proposto para a pesquisa.

Após a colecta de dados, seguiu-se a fase de tratamento de dados, que consistiu basicamente em três etapas, que foram denominadas como: pré-análise, organização do material e tabulação. Na primeira fase pré análise, com base nos conhecimentos obtidos na revisão da literatura teórica, foram examinadas as amostras, com o objectivo de verificar de forma exaustiva a existência de erros ou falhas, evitando assim, informações que contenham distorções ou mesmo informações incompletas, que possam prejudicar o resultado da pesquisa.

Na segunda fase que foi a organização do material, consistiu na categorização dos dados, com base no balanço patrimonial da empresa, foi elaborado o balanço funcional, com a estrutura do balanço funcional permitiu isolar os capitais investidos relativamente aos capitais próprios e ao capital alheio remunerado, dando duas visões complementares sobre a actividade da empresa. A partir da demonstração de resultados da empresa cervejas de Moçambique, extraiu-se o NOPAT.

Na terceira fase seguiu-se a tabulação de dados consistiu basicamente na sintetização dos dados, detalhando os cálculos das seguintes rubricas balanço funcional, capital investido, o custo médio ponderado do capital, o custo do capital próprio, taxa efectiva do imposto, o custo do capital alheio, o NOPAT e WACC conforme cada período analisado, e por fim obteve-se os resultados dos modelos criação de valor como EVA, MVA e CVA.

A Interpretação de resultados é estabelecida com “objectivo de procurar o sentido mais amplo das respostas, o que é feito mediante sua ligação a outros conhecimentos anteriormente obtidos” (Gil, 2014, p. 156). Os dados colhidos para pesquisa foram compilados através de Microsoft Excel e apresentados em forma de tabelas e gráficos.

3.5 Limitações da pesquisa

No desenvolvimento da pesquisa deparamos-nos com algumas dificuldades que construíram as limitações para a consecução sendo as seguintes:

- ✓ Dificuldade de contacto com os sujeitos de relevância para a pesquisa, neste caso os gestores financeiros da empresa Cervejas de Moçambique.
- ✓ No que se refere à obtenção de dados secundários, a principal limitação foi a existência de uma bolsa de valores menos activa e actualizada, o que dificultou a obtenção do risco sistemático para os anos 2021 e 2022, tendo em conta que a bolsa de valores de Moçambique começou a incluir o índice de mercado no final do ano 2022 o que permitiu com que o ano 2023 servisse de referencia para os anos anteriores.
- ✓ As demonstrações financeiras divulgadas não apresentam todos os pormenores sobre a situação financeira e económica da empresa, e não fornecem informações adequadas para a avaliação dos modelos de valor como CFROI.

3.6 Aspectos éticos da pesquisa

Em termos éticos na pesquisa, o estudo seguiu a risca princípios adequados ao tipo de estudo a título de exemplo, observou a questão da autenticidade das fontes de busca, a questão de plágios, objectividade e a transparência e a questão ética em relação a dados históricos.

A ética na pesquisa conforme Flick (2013), envolve a reflexão sobre diversas questões que surgem ao longo do processo de coleta de dados, isto é trata-se de considerar as medidas necessárias para garantir a proteção dos indivíduos ou elementos envolvidos, de forma a garantir a que não hajam distorções.

Contudo, para Gil (2014), a realização deste tipo de pesquisa deve observar os seguintes princípios éticos:

1. Autoria e Plágio: é fundamental respeitar a autoria dos documentos analisados.
2. Consentimento e Privacidade: embora a pesquisa documental geralmente utilize documentos já publicados e, portanto, de acesso público, é importante considerar

as questões de privacidade e consentimento, especialmente em casos onde informações sensíveis possam estar contidas nos documentos.

3. **Objetividade:** os pesquisadores devem buscar manter a objetividade e a imparcialidade na análise dos documentos, evitando influências pessoais que possam comprometer a integridade da pesquisa.
4. **Transparência:** é importante ser transparente sobre os métodos de pesquisa, incluindo a seleção de documentos e a interpretação dos dados, para que outros possam avaliar a validade das conclusões.
5. **Contextualização:** os pesquisadores devem considerar o contexto em que os documentos foram produzidos. Isso inclui compreender a finalidade original dos documentos e as circunstâncias em que foram criados, evitando extrair conclusões sem considerar essas situações.

CAPÍTULO IV: APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

No presente capítulo estão patentes os resultados obtidos durante análise documental, realizados na empresa Cervejas de Moçambique, SA., no período 2021-2023 para melhor compreensão, foram apresentados os resultados dos estudo empírico em forma de gráficos e tabelas, conjugando-os aos conceitos descritos no capítulo II revisão da literatura, demonstra-se inicialmente a descrição da empresa, a apresentação e discussão dos dados.

4.1 Descrição da empresa

A cerveja de Moçambique, SA (CDM) é uma sociedade de responsabilidade limitada registada na república de Moçambique, foi constituída em 1 de Agosto de 1955 na sequência da privatização das fábricas de cervejas da Mac Mahon e Manica, Maputo, Beira e Marracuene.

A empresa Cervejas de Moçambique adquiriu a totalidade das acções da laurentina cervejas SARL e da Luso vinhos Lda em 2002, 2005 respectivamente, passando assim a pertencer aos grupos de empresas cotadas na Bolsa de Valores de Moçambique.

A empresa mãe da Cervejas de Moçambique é a ABInBev, (líder mundial no negocio de cervejas e refrigerante) constituída e domiciliada em Lovaina na Bélgica, possui um escritório global em Nova Iorque, com sedes regionais em São Paulo e outras Capitais.

É uma empresa constituída na base de um legado da tradição cervejeira com mais de 100 anos, ABInBev é líder no mercado mundial, detendo uma percentagem considerável do mercado de cervejas, portanto é a cervejaria dominante na Europa e Américas e mais recentemente em África, com a compra da anglo-sul-africana (SUBMiller).

A subsidiária da ABInBev tem como principal actividade a produção, distribuição e venda de bebidas alcoólicas incluindo cerveja *lager*, cerveja opaca, vinhos e bebidas espirituosas em Moçambique, portanto ela considera-se líder no mercado de bebidas alcoólicas.

A empresa Cervejas de Moçambique conta actualmente com quatro fábricas de produção, a primeira em Maputo Localizada na Rua do Jardim, n.º 1329, a segunda na Beira - Localizada na Estrada Nacional n.º 6, Manga, Beira, Sofala, a terceira em Nampula Localizada na Estrada Nacional n.º 232, Bairro de Mutauanha, Nampula e a quarta em Maputo-Marracuene inaugurada em abril de 2020, e é portanto, considerada a maior e mais moderna fábrica do país e da África.

A CDM produz e distribuiu marcas locais e internacionais que sejam as preferidas pelos consumidores, tais como: 2M Dourada, Impala, Manica, Castle Lite, Corona, Flaying Fish, Budweiser, Stella Artois, Laurentina Preta e Laurentina Premium.

Missão

- Produzir e alimentar marcas locais e internacionais que sejam as preferidas pelos consumidores.

Visão

- Ser a empresa mais admirada em Moçambique.
- O investimento preferido, o empregador preferido e o parceiro preferido

Valores

- O nosso pessoal é a nossa maior vantagem.
- O nosso desempenho e compromisso tornam-nos únicos.
- A entre ajuda e o respeito pelos outros fazem parte de nós.
- Somos honestos e falamos a verdade.
- Promover um bom ambiente de trabalho é muito importante para nós.
- Estamos comprometidos em melhorar continuamente e crescer.

4.2 Análise de Desempenho Financeiro Pelos Modelos Tradicionais

Pela análise tradicional, a empresa Cervejas de Moçambique vem registando um desempenho económico-financeiro positivos no período em análise embora sejam resultados positivos decrescentes, como pode-se visualizar na tabela 1.

Tabela 1: Desempenho Financeiro pelos Modelos Tradicionais

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Volume de vendas (VV) | 20 781,00 | 21 347,00 | 23 411,00 |
| Resultados líquidos (RL) | 1 496,00 | 733,00 | 577,00 |
| Retorno sobre os Activos (ROA) | 5% | 3% | 2% |
| Retorno sobre o Património (ROE) | 9% | 4% | 3% |
| Lucro por acção (EPS) | 9,44 | 4,62 | 3,63 |

Fonte: Relatórios de contas da CDM 2021-2023

Nos últimos três anos a empresa Cerveja de Moçambique registou um crescimento gradual no volume de vendas, onde em 2023 aferiu um aumento considerável em relação aos anos transatos na ordem de 2 062 milhões de meticais, apesar do crescimento ao nível do volume das vendas, verificou-se um decréscimo a nível dos resultados líquidos ao longo dos períodos em análise, com maior ênfase para o ano 2022 na ordem de 763 milhões de meticais que representa cerca de 51% e em comparação com o ano 2021, e no ano 2023, registou um total de 156 milhões de meticais respectivamente.

Durante o período em análise a empresa Cerveja de Moçambique enfrentou desafios significativos que impactaram na produção e no rendimento, um dos factores foi a falta de competências técnicas em diversas áreas operacionais resultando em insuficiência na cadeia produtiva que originou um decréscimo nos lucros da mesma. Portanto o aumento do volume de vendas conjugado com a irracionalização da estrutura de custos operacionais traduziu-se na redução dos resultados líquidos patentes nos períodos em analisados.

A redução dos resultados líquidos está associada ao aumento dos custos envolvidos no processo da obtenção das receitas, juntamente com outras despesas conforme os anexos, mas também pode-se igualmente conjugar o decréscimo, com a situação de fuga ao fisco como também ao evento da abertura da nova sucursal no ano 2020, tendo em conta que foi o período em que muitas empresas enfrentaram dificuldades financeiras.

Relativamente ao retorno sobre os activos a empresa registou 5% para o ano 2021, 2022, 3% e 2023 continuou a registar um decréscimo em 1% do ano transato. A redução do ROA dá-se pela variação do lucro líquido e do activo total, conforme a fórmula algébrica da equação 2, determinada nesta pesquisa, para além de considerar a possibilidade de ingresso de recursos que ao longo prazo poderão maximizar os lucros e farão com que o ROA volte a crescer. Gitman (2010) afirma que, retorno sobre o activo representa a capacidade da empresa em gerar lucro líquido, avalia igualmente a eficiência da administração na geração de lucros a partir dos activos expressa seu resultado indicando, quanto a empresa obteve por unidade monetária investida nos activos.

Em 2021 a empresa Cervejas de Moçambique teve um retorno sólido na ordem de 9% comparando com os anos seguintes que obteve 4% e 3 % para 2022 e 2023 respectivamente. Este cenário reflete a rentabilidade dos recursos investidos pelos proprietários conforme (Gitman 2010), por seu turno, Neves (2012) afirma que, o ROE mostra o retorno por cada unidade monetária investida e, quanto mais elevada for, maior será o valor económico acrescentado, frisando que no ano 2021 os accionistas alocaram um capital elevado comparado com os anos seguintes, o que resultou numa percentagem maior do retorno da aplicação realizada.

Analisando o lucro por acção, os anos 2022 e 2023 registaram uma desvalorização nas acções, quando comparadas com o ano 2021. Esse evento ocorreu devido a redução do lucro durante esses exercícios económicos, visto que o lucro tem uma influência directa para a redução do índice das acções, tendo em consideração a equação 4, significando assim que a empresa Cervejas de Moçambique foi mais rentável no ano 2021 para os accionistas.

4.3 Análise do desempenho financeiro pelos modelos de criação do valor para os accionistas

Relativamente a capacidade de criação de valor começou-se por determinar o balanço funcional. De acordo com Neves (2011) é necessário construir um balanço funcional para cálculo do capital investido, uma vez que este permite mostrar como a organização conquista e investe os recursos financeiros que possui, aliando-se a este pensamento foi elaborado o balanço funcional da empresa Cervejas de Moçambique conforme a tabela 2. Young e O'Byrne (2003), salienta que a vantagem competitiva da criação de valor reside no esforço de que os retornos

dos activos sejam superiores ao custo de capital, quer seja ele próprio ou alheios, permanecendo ao lado esquerdo do balanço a real valorização da empresa.

No balanço funcional, como activos fixos ajustados considerou-se todos activos não correntes da empresa, deduzidos de passivos não remunerados de médio e longo prazo, nomeadamente outras contas a pagar. Para este caso em todos os anos da série histórica delimitada para análise não houve deduções ao activo fixo, pois não foram identificadas nas rubricas referentes ao balanço da empresa CDM, os passivos de médio e longo prazo bem como outras contas a pagar.

Tabela 2: Balanço Funcional da Empresa CDM

Valores em milhões de metcais

| Rúbricas | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|------------------|------------------|------------------|
| (1) Capital Investido (2+3+6) | 22 820,00 | 22 559,00 | 18 957,00 |
| (2) Ativos Fixos Ajustados | 22 364,00 | 22 254,00 | 21 066,00 |
| (3) Necessidade de Fundo de Maneio para Exploração (4 - 5) | (900,00) | 278,00 | (2 646,00) |
| (4) Necessidades Cíclicas | 4 382,00 | 5 607,00 | 3 716,00 |
| (5) Recursos Cíclicos | 5 282,00 | 5 329,00 | 6 362,00 |
| (6) Necessidade de Fundo de Maneio para Extra-Exploração (7 - 8) | 1 356,00 | 27,00 | 537,00 |
| (7) Tesouraria Activa | 1 639,00 | 614,00 | 1 200,00 |
| (8) Tesouraria Passiva | 283,00 | 587,00 | 663,00 |
| (9) Total de Financiamentos (10+11) | 22 820,00 | 22 559,00 | 18 957,00 |
| (10) Capitais Próprios | 17 029,00 | 17 762,00 | 18 119,00 |
| (11) Passivo Financeiro | 5 791,00 | 4 797,00 | 838,00 |

Fonte: Autora, (2024).

Conforme Neves (2011), é fundamental considerar todas as rubricas que influenciam a actividade da empresa a médio e longo prazo ao calcular o fundo de maneio e tomar decisões estratégicas, no balanço funcional elaborado, os ativos não correntes da empresa analisada são apresentados ajustados pelos passivos de baixa exigibilidade, uma vez que estes contribuem para o financiamento da menor liquidez desses investimentos na actividade.

As necessidades cíclicas (NC) e os recursos cíclicos (RC) correspondem às rubricas ligadas directamente ao ciclo de exploração com carácter corrente, as necessidades cíclicas compreenderam os inventários e clientes sendo os recursos cíclicos compostos pelos fornecedores, estado e outros entidades públicas, acréscimos e diferimentos operacionais.

A tesouraria compreende todas as contas do activo e passivo, ligadas ao ciclo de extra exploração da empresa, no caso da tesouraria passiva não foram consideradas quaisquer rubricas de passivo remunerado, fazendo estas parte dos passivos financeiros, portanto, destaca-se a existência da tesouraria passiva composta por outras contas a pagar extra exploração como o caso de passivos por impostos deferidos.

A tesouraria activa é composta por caixa, depósitos bancários, aplicações financeiras de curto prazo e outras contas a receber de extra exploração, relativamente aos passivos financeiros estes englobam todas as rubricas que traduzem o ciclo de financiamento da empresa, assim, incluíram-se todas as fontes de financiamento que dizem respeito ao capital alheio remunerado da empresa, nomeadamente empréstimos que vencem juros e os descobertos bancários.

4.3.1 Custo de capital

Relativamente ao custo do capital investido (próprio e alheio), foi obtido através do *weighted average cost capital* (WACC). Para a obtenção do WACC primeiro determinou-se o valor das seguintes rubricas: taxa de imposto efectiva (t), custo do capital alheio (Kd), custo do capital próprio (Ke), capital investido (passivo financeiro e capital próprio).

a) Taxa Efectiva do Imposto

A taxa efectiva do imposto para cada ano foi obtida através da relação entre os resultados antes dos impostos e os impostos sobre os rendimentos (Santiago, 2023), extraídos nas demonstrações dos lucros e prejuízos da empresa cervejas de Moçambique conforme se segue:

Tabela 3: Taxa Efectiva do Imposto

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Lucro antes do imposto | 2 390,00 | 1 462,00 | 1 788,00 |
| Imposto sobre os rendimentos | 894,00 | 729,00 | 1 211,00 |
| Taxa Efectiva do Imposto | 0,37 | 0,50 | 0,68 |

Fonte: Autora, (2024).

b) Custo de capital alheio

O custo do capital alheio foi obtido através da média ponderada das taxas de juro dos empréstimos e dos descobertos bancários da empresa CDM, extraído dos relatórios e contas da empresa relativo aos respectivos períodos em análise conforme a tabela 4.

Tabela 4: Custo de Capital Alheio

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|------------|------------|------------|
| Taxa de Empréstimos que redem juros | 17% | 15% | 17% |
| Taxa de juro dos descobertos bancários | 14% | 15,65% | 18,45% |
| Taxa média ponderada | 16% | 15% | 18% |

Fonte: Autora, (2024).

c) **Custo de capital próprio**

Para a presente pesquisa foi aplicada a metodologia CAPM, a escolha dessa metodologia prendeu ao facto de ser muito referenciado em teses, dissertações e outras obras consultadas e algumas delas constam neste trabalho na revisão da literatura empírica e focalizada, aplicarem o CAPM, e por este modelo ser o mais popular na determinação do custo do capital próprio.

Assim, para a determinação do custo de capital próprio teve-se em conta os seguintes pressupostos abaixo apresentados e disponíveis na plataforma da Bolsa de Valores de Moçambique (BVM):

1. Taxa de Juro livre do Risco (rf) – considerou-se a taxa de juro média das Obrigações do Tesouro, esta informação foi extraída dos bilhetes de cotações referente a cada período analisado conforme o apêndice I;
2. Taxa de retorno de mercado (rm) – considerou-se a taxa de juro média das Obrigações Corporativas emitidas nos períodos em análise, esta informação foi extraída do bilhete de cotações referente a cada período analisado conforme o apêndice I.
3. Risco sistemático da acção (β)- para calcular o valor do beta procurou-se conhecer o valor da cotação diária do período 2021 a 2023 para empresa CDM, essa informações foram obtidos no site da bolsa de valores de Moçambique.

De seguida calculou-se a variação diária das cotações através da seguinte fórmula:

$$\text{variação diária} = \frac{\text{cotação do dia seguinte}}{\text{cotação do dia anterior} - 1}$$

12

Após o cálculo das variações efectuou-se o somatório das mesmas através da utilização da fórmula VAR.P do Excel, posteriormente calculou-se a covariância de cada ano através da fórmula COVAR.P do Excel (Neves, 2012).

Em relação a variância do retorno esperado pelo mercado, neste caso a BVM passou a incluir a variação do índices nos boletins de cotação no final do ano 2022 tanto que foi possível extrair a variação do índice da bolsa de valores de Moçambique do ano 2023 e este, por sua vez, serviu de referência para os anos anteriores, portanto o beta foi determinado através da relação da cotação e respectiva variação segundo a fórmula da equação 12, conforme o apêndice II.

Por fim foi calculado o custo de capital próprio da Cervejas de Moçambique através da fórmula da equação 9 como se pode observar na tabela 5 e as respectivas participações nas tabelas 6, 7 e 8 conforme o período em análise.

Tabela 5: Custo de Capital Próprio através do modelo CAPM

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|--------|--------|--------|
| Custo de capital próprio – $K_e = (1+4*3)$ | 17,46% | 17,97% | 17,96% |
| (1) Taxa isenta de risco – rf | 17,43% | 18% | 18% |
| (2) Taxa do mercado – rm | 20,09% | 21% | 22,46% |
| (3) Prémio de risco de mercado (rm - rf) | 2,66% | 3% | 4,46% |
| (4) Beta | 0,01 | -0,01 | -0,01 |

Fonte: Autora, (2024).

Tabela 6: Fonte de Recursos 2021

| Descrição | 2021 | | |
|-----------------------|---------|--------------|------------------|
| | Valores | Participação | Custo de capital |
| Fontes de Recursos | | | |
| Capital Próprio | 17 029 | 75% | 17,46% |
| Recursos de Terceiros | 5 791 | 25% | 16% |
| Capital Investido | 22 820 | 100% | |

Fonte: Autora, (2024).

Tabela 7: Fonte de Recursos 2022

| Descrição | 2022 | | |
|-----------------------|---------|--------------|------------------|
| | Valores | Participação | Custo de capital |
| Fontes de Recursos | | | |
| Capital Próprio | 17762 | 79% | 17,97% |
| Recursos de Terceiros | 4797 | 21% | 15,00% |
| Capital Investido | 22559 | 100% | |

Fonte: Autora, (2024).

Tabela 8: Fonte de Recursos 2023

| Descrição | 2023 | | |
|-----------------------|---------|--------------|------------------|
| | Valores | Participação | Custo de capital |
| Fontes de Recursos | | | |
| Capital Próprio | 18 119 | 96% | 17,96% |
| Recursos de Terceiros | 838 | 4% | 18,00% |
| Capital Investido | 18 957 | 100% | |

Fonte: Autora, (2024).

Nota-se, um decréscimo a nível de recursos de terceiros ao longo dos períodos em análise, o que não é saudável para empresa em questão visto que a maior parte do capital investido pela empresa é próprio, o que originou em um aumento das receitas e em simultâneo o decréscimo dos lucros visto que a empresa contribuí de forma elevada nos pagamento dos tributos. Ao contrário do que Modigliani e Miller (1958) fundamentaram em relação ao benefício fiscal da dedutibilidade dos juros o que torna a dívida mais atrativa e consequentemente leva as empresas a escolherem uma estrutura de capital com um maior nível de endividamento. Nesse cenário, as empresas podem valorizar mais a utilização do capital de terceiros em vez do capital próprio, uma vez que a dívida pode aumentar o valor acionário devido a essas economias fiscais.

4.3.2 Lucro Operacional Líquido Depois dos Impostos (NOPAT)

O lucro operacional líquido depois dos impostos é o resultado referente às operações correntes de uma empresa, descontando o imposto de rendimento sobre pessoas colectivas aplicável em Moçambique. A luz do código do imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas, aprovado pela lei n° 28/2009 de 29 de Setembro, consideram 32% a taxa aplicável aos resultados tributáveis das empresas. O valor foi extraído das demonstrações financeiras consolidadas e aparece sob a rubrica correspondente ao resultado operacional, refletindo a eficiência da empresa em gerar lucros antes de considerar actividades não operacionais e despesas financeiras, conforme a tabela abaixo:

Tabela 9: Cálculo do NOPAT

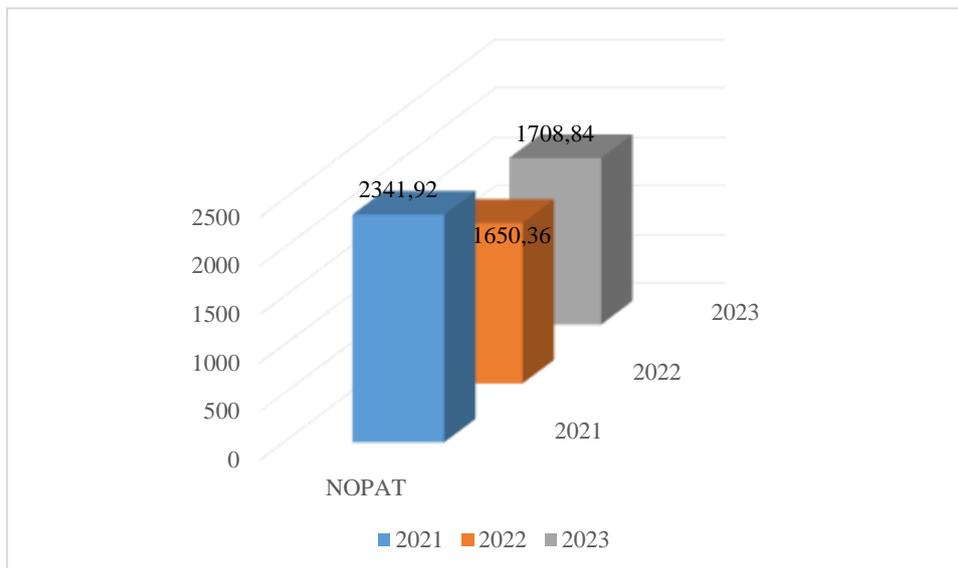
| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|
| (1) Resultado operacional | 3 444 | 2 427 | 2 513 |
| (2) Imposto (1*t) | 1102,08 | 776,64 | 804,16 |
| (3) NOPAT (1 - 2) | 2341,92 | 1650,36 | 1708,84 |

Fonte: Autora, (2024).

Segundo Neves (2002), o lucro operacional líquido é a receita operacional que a empresa teria caso estivesse livre de endividamento, o seu cálculo inclui todos os tipos de receitas e despesas operacionais e exclui as receitas e despesas financeiras, as provisões para imposto de renda e contribuições social sobre o lucro líquido, os resultados extraordinários e o rendimento de investimento não operacionais.

A empresa Cerveja de Moçambique apresenta uma evolução positiva decrescente dos resultados operacionais líquidos ajustados de 2021 a 2022 na ordem de 691 560 000 meticais e evolução crescente de 2022 a 2023 no valor de 58 480 000 meticais comparando com os anos anteriores conforme o gráfico 1.

Gráfico 1: Evolução de NOPAT



Fonte: Autora (2024).

Após a obtenção de todos dados necessários e com a equação 7 descrita no capítulo II foi possível o cálculo do WACC, pelo que, as taxas dos períodos em análise demonstraram uma tendência crescente, em 2021 a taxa de 14,58%, 2022 15,77% e 2023 17,73% conforme a tabela 10.

Tabela 10: Cálculo do WACC

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------------|--------|--------|--------|
| WACC (4*2) +(3*1*5) | 14,58% | 15,77% | 17,73% |
| (1) Proporção do capital alheio | 25% | 21% | 4% |
| (2) Proporção do capital próprio | 75% | 79% | 96% |
| (3) Custo do capital alheio | 16% | 15% | 18% |
| (4) Custo do capital próprio | 17,46% | 17,97% | 17,96% |
| (5) Taxa Efectiva do Imposto | 37% | 50% | 68% |

Fonte: Autora, (2024).

O WACC representa a taxa utilizada para calcular o custo do capital próprio, que por sua vez reflete as diferentes fontes de financiamento da empresa, isso inclui o custo do capital de terceiros, ajustado pelos impostos, e o custo do capital próprio, que representa a taxa de retorno que os acionistas esperam receber em função do risco que assumem (Teixeira, 2008).

De acordo com a tabela 10, o WACC da empresa CDM mostra – se crescente, o que diverge com o pensamento de Teixeira (2012) que salienta, ao diminuírem o valor do WACC contribuem igualmente para a criação de valor porque, reduzem o custo do investimento e em simultâneo aumentam o valor dos excedentes financeiros criados evidencia.

Galvão (2017) fundamenta ainda que esta taxa para além de incorporar os riscos associados a actividade da empresa, incorpora igualmente o custo de oportunidade exigido pelos detentores de capital, os benefícios fiscais provenientes da alavancagem financeira, pelo que é normalmente aplicado no cálculo dos modelos de criação de valor para os accionistas.

4.4 Modelo de valor económico adicionado (EVA)

O EVA pode ser mesurando por diversas fórmulas de acordo com a literatura consultada, para Neves (2012) afirma que, uma empresa cria valor económico acrescentado quando o seu EVA for positivo, de seguida apresentamos o cálculo do EVA em duas vertentes, conforme se seguem as tabela 11 e tabela 12 respectivamente.

Tabela 11: Cálculo do EVA

Valores em milhões de meticais

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| EVA = NOPAT - CI * WACC | -985,236 | -1907,1943 | -1652,2361 |
| (1) NOPAT | 2341,92 | 1650,36 | 1708,84 |
| (2) Capital Investido | 22 820 | 22 559 | 18 957 |
| (3) WACC | 14,58% | 15,77% | 17,73% |

Fonte: Autora, (2024).

De acordo com os dados acima a empresa Cervejas de Moçambique obteve resultados negativos crescentes em relação ao EVA, nos três anos, para 2021 teve 985 236 000 meticais, 2022, 1 907 194 300 e 1 652 236 100 meticais respectivamente com um acumulativo de 4 544 666 400 meticais.

Colocando em evidência o chamado EVA *spread* ou simplesmente o lucro económico (que representa a diferenças entre a taxa de retorno do investimento e taxa do custo de capital investido) tivemos os seguintes resultados tabela 12.

Tabela 12: Determinação do EVA Spread

Valores em milhões de meticais

| Descrição | 2021 | 2022 | 2022 |
|------------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| ROI/ROA | 5% | 3% | 2% |
| (2) Capital Investido | 22820 | 22559 | 18957 |
| (3) WACC | 14,58% | 15,77% | 17,73% |
| EVA Spread/LE=(ROA-WACC)*CI | -2186,156 | -2880,7843 | -2981,9361 |

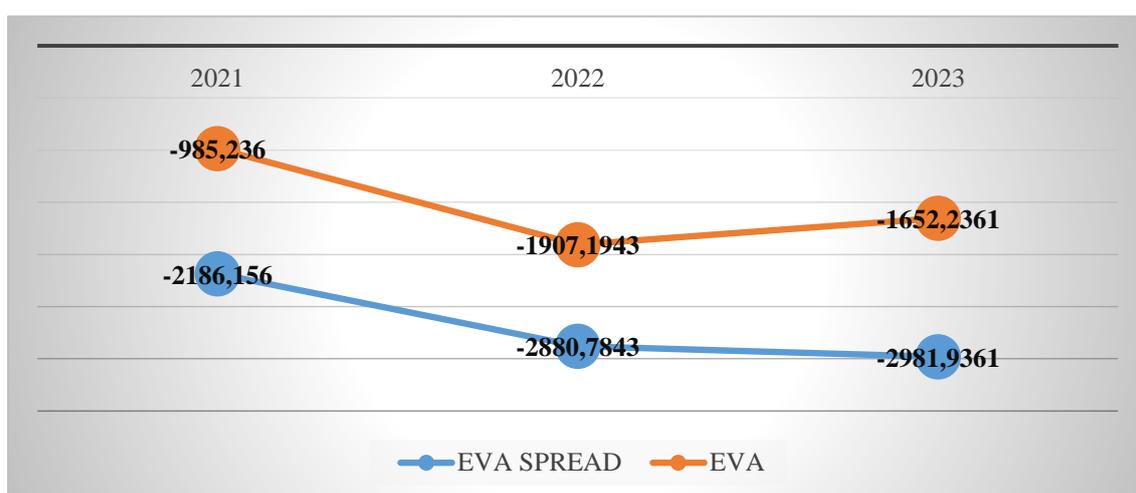
Fonte: Autora, (2024).

Através do fórmula da equação 6 o lucro económico ou simplesmente o EVA *spread* foi igualmente negativo em todos os períodos em análise, no ano 2021 a empresa CDM teve 1 496 000 000 de resultado liquido do exercício que gerou uma destruição da riqueza dos acionista na ordem de 2 186 156 000 meticais, consequência de custo de capital próprio 2 973 263 400, ser muito superior ao lucro líquido, logo, o retorno dos capitais investidos ou activos investidos (5%) é inferior ao custo medio ponderado de capital (14,58%) havendo um *spread* negativo de (9,58%).

No ano 2022 a empresa teve lucro líquido de 733 000 000 meticais que gerou a destruição de valor na ordem de 2 880 784 300 meticais, resultado do custo de capital próprio 3 191 831 400 meticais ser muito elevado ao resultado líquido do exercício, o que implica que o retorno dos activos alocados (3%) é muito inferior ao custo medio ponderado de capital (15,77%) havendo uma diferença negativa (12,77%).

Portanto esta situação verificou se igualmente no ano 2023 destruindo-se no valor dos accionista em 2 981 936 100 meticais com o respectivo *spread* negativos (15,73%). Destaca-se a evolução dos modelos EVA e LE olhando para duas vertentes de cálculo com apresentação do gráfico 2.

Gráfico 2: Evolução do Modelo EVA



Fonte: Autora, (2024).

Pelo modelo de valor económico agregado o desempenho da empresa CDM foi negativo nos períodos em análise, havendo destruição da riqueza para accionistas num acumulativo de 4 544 666 400, demonstrando assim que, o EVA vai muito além do lucro líquido e aos demais indicadores tradicionais da empresa, significando assim, que a empresa Cervejas de Moçambique não foi capaz de gerar uma rentabilidade suficiente para garantir a remuneração pretendida pelos investidores, isto é os resultados operacionais líquidos não foram suficientes para cobrir os custos e os riscos associados ao capital investido.

Aliando-se ao pensamento de Teixeira e Martins (2015), que argumentam a ocorrência do EVA <0, significando a destruição de valor, representada na falta de capacidade da empresa em cobrir todos os custos ou seja, o valor gerado não foi suficiente para remunerar a totalidade do capital investido pelos accionistas.

Através do lucro económico, o desempenho financeiro da empresa Cervejas de Moçambique foi igualmente negativo totalizado um acumulativo 8 048 876 400 meticais de valor destruído para os accionistas nos três exercícios económicos em análise, este por sua vez reflete a taxa de rentabilidade da empresa que não superou a taxa de retorno mínima exigida pelos detentores de capital. Assim constatou-se que, a obtenção do EVA negativo nesses períodos, mostrou que, o EVA tem uma forte ligação com NOPAT, pois quanto menor for o NOPAT maior, será o valor destruído, portanto se a empresa trabalhar seriamente no NOPAT certamente haverá criação de valor para os accionistas.

Ehrbar (1999), menciona que o EVA pode ser maximizado principalmente por acções visando:

- ✓ Cortar custos e reduzir os impostos para aumentar o NOPAT sem acrescer o capital;
- ✓ Empreender todos os investimentos nos quais o aumento de NOPAT será maior do que o aumento de encargos de capital;
- ✓ Retirar capital de operações quando as economias decorrentes da redução dos encargos de capital excedam qualquer redução de NOPAT;
- ✓ Estruturar as finanças da empresa de forma tal que minimizem o custo de capital.

4.5 Modelo de valor adicionado em caixa (CVA)

Tendo em conta a expressão matemática 11 para o cálculo do CVA, o primeiro aspecto foi a determinação dos MOLI, Segundo Teixeira e Pardal (2005), os meios libertos líquidos de impostos representam o dinheiro disponível após a empresa pagar todos os custos operacionais, são calculados a partir dos resultados operacionais, adicionados aos custos não desembolsáveis, como imparidades, provisões, amortizações e depreciações do exercício, conforme a tabela 13.

Tabela 13: Determinação do MOLI

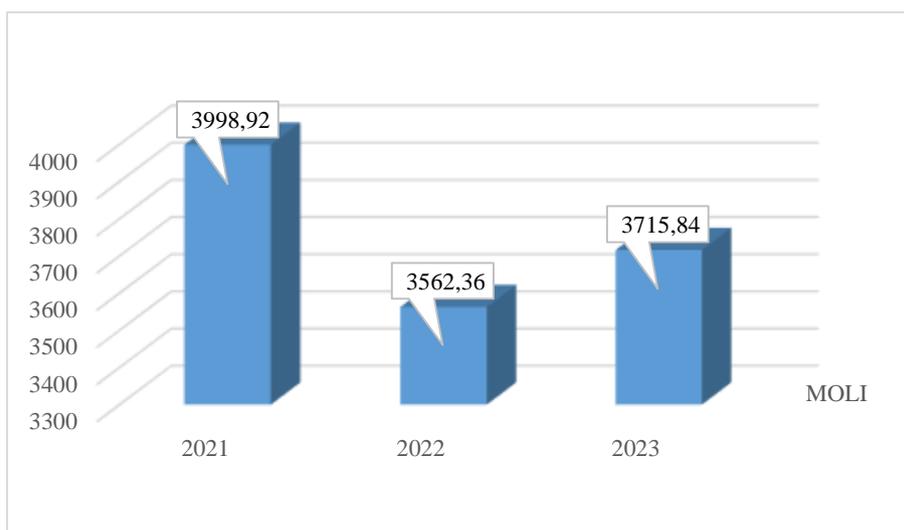
Valores em milhões de meticais

| Descrição | Anos | | |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 |
| NOPAT | 2 341,92 | 1 650,36 | 1 708,84 |
| Ajustamentos: | | | |
| (+) Amortizações e depreciações | 1 563 | 1 829 | 2 004 |
| (+) Provisões do exercício | 94 | 83 | 3 |
| MOLI | 3998,92 | 3562,36 | 3715,84 |

Fonte: Autora, (2024).

Actividade operacional da empresa Cervejas de Moçambique gerou fluxos de caixa positivos nos períodos em análise tendo em 2021 apresentado o valor de 3 998 920 000 meticais, em 2022 registou-se uma redução comparada ao ano transato no valor de 436 560 000 meticais no ano 2023 a empresa verificou um aumento na ordem de 153 480 000 meticais em relação ao ano 2022, como resultado da tendência do aumento das receitas das vendas da empresa, como podemos visualizar no gráfico a baixo.

Gráfico 3: Evolução do MOLI



Fonte: Autora, (2024).

Os meios libertos líquidos diferenciam-se dos resultados operacionais líquidos depois dos impostos pelo facto de levar em consideração as amortizações e as provisões, portanto estes resultam dos fluxos de caixa originados pelas actividades operacionais conforme detalhados no capítulo II, por fim determinou-se o valor de adicionado em caixa tabela 14.

Tabela 14: Cálculo do CVA

| Descrição | Valores em milhões de meticais | | |
|------------------------------------|--------------------------------|---------------|-----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 |
| Meios Libertos Líquidos de Imposto | 3998,92 | 3562,36 | 3715,84 |
| Capital investido | 22 820 | 22 559 | 18 957 |
| WACC | 14,58% | 15,77% | 17,73% |
| CVA | 671,764 | 4,8057 | 354,7639 |

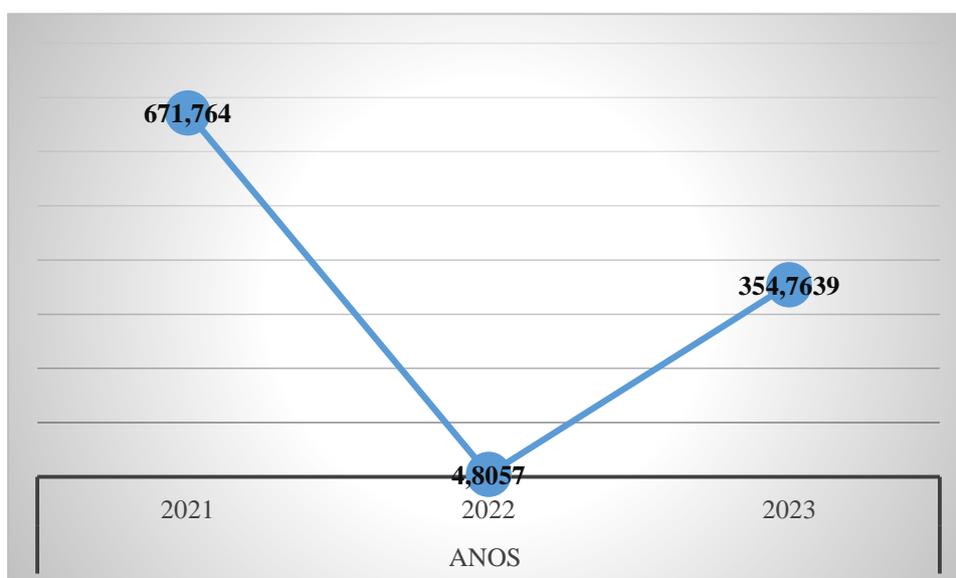
Fonte: Autora, (2024).

De acordo com Ottosson e Weissenrieder (1996), o CVA é um modelo que possibilita a avaliação da rentabilidade dos investimentos com base nos fluxos de caixa descontados, este, diferencia os fluxos de caixa referentes aos investimentos estratégicos, que são exigidos pelos accionistas, dos fluxos provenientes dos investimentos operacionais, que estão associados à actividade cotidiana da empresa. Para esses autores, se todos os investimentos fossem analisados de maneira uniforme, as empresas teriam dificuldades em compreender as repercussões financeiras dos investimentos estratégicos.

Apresenta-se a evolução do modelo CVA, com destaque para o ano 2021 que atingiu um valor de 671 764 000 meticais, em 2022 a empresa sofreu uma redução considerável avaliada em 4 805 700 meticais resultando em uma diferença significativa de 666 958 300 meticais comparado com o ano anterior.

Esta ocorrência deveu-se ao facto da empresa Cervejas de Moçambique ter aumentado o valor do descobertos bancários, tanto que após a liquidação a empresa ficou com saldo negativo na conta caixa e equivalente de caixa e no ano 2023 a empresa teve 354 763 900 meticais revertendo a situação, não ao nível do ano 2021 mais, o crescimento foi notório no valor de 349 958 200 meticais, acreditando que essa situação poderá verificar-se para os próximos períodos.

Gráfico: 4 Evolução do modelo CVA



Fonte: Autora, (2024).

O CVA foca no fluxo de caixa real gerado pela empresa, refletindo a capacidade de gerar caixa e entender melhor a criação de valor em termos práticos, este modelo é útil para gestores porque fornece uma visão clara do desempenho real, considerando apenas os fluxos de caixa efectivos, o que melhora o processo de tomada de decisões ao evitar previsões e estimativas que podem ser influenciadas por práticas contabilísticas.

O desempenho da empresa CDM com base no modelo CVA foi positivo em todos os períodos em análise num total de 11 277 120 000 meticais o que significa que a empresa cervejas de Moçambique criou valor para os accionistas.

Ottosson e Weissenrieder (1996) afirma que CVA (*Cash Value Added*) corrige os enviesamentos associados ao EVA (*Economic Value Added*) que surgem devido aos novos investimentos, superando essas distorções ao considerar a depreciação econômica. Analisando os períodos em questão, os resultados obtidos não estão alinhados com aqueles do EVA, indicando um contraste, diferente do EVA, o CVA reflete o valor em termos de fluxo de caixa, sem depender de previsões contabilísticas.

Por essa razão, o CVA é uma ferramenta valiosa para os gestores, auxiliando na compreensão da relação entre o desempenho financeiro e as diversas unidades de negócios. Fundamenta, Fernandes (2002) que o método CVA “concilia, em simultâneo, a parte económica com a parte financeira, enquanto o EVA, tem apenas em linha de conta a parte económica da empresa” (p.49).

Portanto, o CVA pode ser visto como uma ferramenta mais prática e directa para a gestão, pois traduz o desempenho financeiro em termos de caixa real, permitindo uma análise mais objectiva e menos sujeita a manipulações das contas, enquanto o EVA oferece uma perspectiva mais integradora, considerando o custo do capital no contexto do lucro.

4.6 Modelo de Valor agregado do mercado (MVA)

De acordo com Ehrbar (1999), a MVA representa a diferença entre a entrada e a saída de caixa, ou seja, entre o capital que os investidores aplicam na empresa e o valor que poderiam obter ao vender a empresa pelo preço de mercado corrente. Este modelo é calculado com base na diferença entre o valor de mercado da empresa e o valor do capital investido, equação 12.

Para determinar o valor de mercado, multiplicamos o número de acções da empresa Cervejas de Moçambique, pelas cotações de mercado. O número das acções disponibilizado para cada ano foi obtido nos relatórios e contas da empresa na rubrica resultado por acção onde esta descrito o número total das acções emitidas por cada exercício económico.

Relativamente ao valor das cotações, optou-se pela extração das últimas de cada exercício económico, isto é 31 de dezembro de cada ano, disponível no *site* da bolsa de valores de Moçambique conforme o estudo de (Santiago, 2023). Por sua vez, o valor do capital investido é calculado somando o total do capital próprio com os empréstimos como podemos visualizar nas tabelas 15 e 16.

Tabela 15: cálculo de valor de mercado

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Nº acções | 159 000 000 | 159000000 | 159000000 |
| Cotação | 50 | 58,01 | 40 |
| Valor de mercado | 7 950 000 000 | 9 223 590 000 | 6 360 000 000 |

Fonte: Autora, (2024).

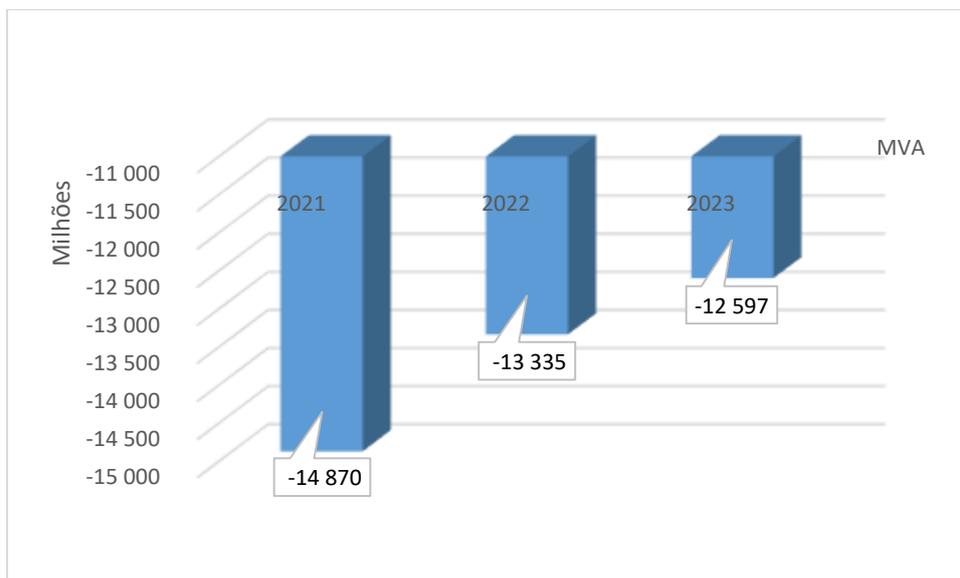
Tabela 16: cálculo de valor agregado do mercado

| Descrição | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Valor de mercado | 7 950 000 000 | 9 223 590 000 | 6 360 000 000 |
| Capital investido | 22 820 000 000 | 22 559 000 000 | 18 957 000 000 |
| MVA | -14 870 000 000 | -13 335 410 000 | -12 597 000 000 |

Fonte: Autora, (2024).

Através dos cálculos efectuados pode-se visualizar resultados negativos e decrescentes para os períodos em análise relacionados com o valor agregado do mercado, para o ano 2021 a empresa teve 14 870 000 000, 2022 13 335 410 000 e 12 597 0000 000 mil meticais respectivamente, totalizando 40 802 410 000 da riqueza destruída, apresenta-se igualmente a evolução do modelo MVA como se segue.

Gráfico 5: Evolução do Modelo MVA



Fonte: Autora, (2024).

O modelo de valor do mercado agregado demonstrou a destruição de valor para os accionistas no total de 40 802 410 000 meticais nos três anos em estudo, este facto implica que o capital que os investidores aplicaram na empresa é maior que o valor que poderiam obter ao vender a empresa pelo preço de mercado mobiliário.

Segundo Neto (2014), o MVA representa a habilidade da empresa em gerar valor para os accionistas ao superar o custo de oportunidade, enfatiza a geração de valor para todos os accionistas, bom, os resultados obtidos indicam que a empresa não tem conseguido criar valor e é provável que continue a fazê-lo no futuro, além disso, estes resultados negativos permitem aos investidores, accionistas, sócios e proprietários a identificar se os recursos estão sendo alocados de maneira eficaz.

CAPÍTULO V: CONCLUSÕES E SUGESTÕES

Nesta etapa da presente dissertação são apresentadas as conclusões da pesquisa sobre o tema, análise do desempenho financeiro com recurso aos modelos de criação de valor para os accionistas um estudo realizado na empresa Cervejas de Moçambique, SA, e de seguida serão apresentadas as sugestões para a empresa estudada e para estudos futuros.

5.1 Conclusões

As medidas de desempenho tradicionais das empresas têm sido criticadas na literatura financeira por não conseguirem apurar se está a ser criada ou destruída o valor económico dos accionistas, uma vez que a sua lógica algébrica tende a assentar-se basicamente em dados contabilísticos, este facto levou ao desenvolvimento de modelos de desempenho orientadas para a criação de valor.

A presente pesquisa teve como objectivo geral avaliar o desempenho financeiro da empresa Cervejas de Moçambique, com recurso aos modelos de criação de valor para os accionistas nos períodos de 2021 a 2023, com o propósito de averiguar a criação ou destruição de valor para os accionistas.

Conforme exposto na revisão da literatura, os modelos de criação de valor como EVA, CVA, MVA e outros tem a capacidade de propiciar uma análise do desempenho económico-financeiro da entidade levando em consideração a estrutura de capital da empresa e as respectivas taxas de remuneração, com isso, considera-se como modelos adequados para evidenciar o desempenho dos administradores, gestores na utilização do capital disponibilizado pelos investidores ou captado junto às instituições bancárias.

A princípio procurou se identificar as práticas contabilísticas da empresa estudada, procedendo-se a investigação nos documentos que foram os relatórios e contas da empresa CDM, onde detectou-se que, a empresa utilizou índices financeiros e índices tradicionais como: volume de venda, lucro líquido, ROE e EPS, tanto que foi possível aferir que a empresa CDM apresenta um desempenho financeiro positivo pelos modelos tradicionais, que revelam-se insuficiente e não oferecem a real segurança para os accionistas de acordo com as literaturas.

Portanto a aplicação conjunta dos modelos: EVA, que mede o desempenho financeiro de uma empresa levando em consideração o custo do capital, CVA, que foca na geração de fluxo de caixa, o que é fundamental para a sustentabilidade de qualquer empresa e por último MVA que mede a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido, em estratégias de gestão financeira e operacional leva sim a um aumento significativo na criação de valor para os acionistas, porque oferecem abordagem abrangente e diversificada, que vai além dos resultados líquidos da empresa.

Acredita-se que em conjunto estes modelos podem auxiliar melhor na tomada de decisão pois possuem informações valiosas para a gestão de investimento financeiro e operacional, permitindo assim adoção de práticas que valorizem as entidades e para os acionistas da empresa CDM, esta aplicação poderá resultar em uma melhor comunicação do desempenho da empresa, ajudando-os a compreender como as decisões da administração e as condições do mercado afetam o valor da empresa.

A empresa CDM embora tenha uma boa política de gestão de riscos não implementam políticas com vista a redução do custo do capital e otimização de recursos visto que nos relatórios e contas da mesma a tendência de custos é crescente o que originou a destruição de valor para os acionistas, pois a empresa não possui maior capacidade de gerar lucros em relação ao capital investido, portanto, a empresa permite-se só gerar os fluxos de caixa.

Assim, através do estudo de caso e da pesquisa documental feita na empresa CDM nos períodos referentes a 2021, 2022 e 2023, foi possível fazer a descrição e interpretação dos modelos de criação de valor para os acionistas, pelo modelo EVA, LE e MVA destruiu-se a riqueza dos acionistas, visto que não foi capaz de gerar retornos financeiros superiores ao seu custo de oportunidade do capital investido e o capital investido é maior em relação ao valor do mercado validando assim a H1. Pelo modelo CVA ficou evidente que, a empresa CDM criou valor pois conseguiu gerar os fluxos de caixa validando a H0, ademais o modelo CVA foi o único modelo que demonstrou a criação de valor para os acionistas.

Nesse contexto, observa-se que a lógica da geração de valor econômico desempenha um papel importante na formação e compreensão mais abrangente do desempenho econômico e financeiro das empresas, o que resulta em competitividade aprimorada, pois os gestores são capacitados a tomar decisões em tempo real que atendem não apenas aos seus interesses, mas também aos interesses dos acionistas.

Além disso, essas abordagens oferece uma visão holística sobre a relevância dos recursos investidos em activos e sobre o impacto das taxas de captação de recursos, como também foi igualmente comprovado que os resultados contabilísticos positivos, como o lucro, por si só, não traduz uma informação completa e fiel da empresa, pois, a apuração de um lucro não garante necessariamente o retorno face às expectativas dos accionistas.

5.2 Sugestões

Sugere-se a empresa Cervejas de Moçambique o uso simultâneo de vários métodos de análise de desempenho, com o intuito de proporcionar uma visão abrangente sobre os rendimentos da empresa, esclarecendo quaisquer incertezas para os investidores em relação à capacidade da empresa de gerar lucros e de remunerar adequadamente o capital investido, uma vez que a utilização apenas de métodos contabilísticos na análise de desempenho, não garante que os valores apurados espelhem a realidade económica financeira sob a expectativa de retorno para os accionistas.

Será muito oportuno se a empresa fazer constar parte ou todo o conjunto dos modelos de criação de valor para os accionistas, não só a empresa como também outras empresas Moçambicanas de capital aberto, já que os modelos tradicionais são tidos como insuficientes e inconsistentes por não incluírem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos accionistas, sócios ou proprietários.

Sugere-se igualmente a empresa em questão, a rever a estrutura de capitais, visto que apesar do crescimento de volume de negócios, o lucro apresenta uma tendência decrescente visto que a empresa contribuí de forma significativa no pagamento dos impostos.

Destaca-se algumas acções que podem ser implementadas para aprimorar os modelos de criação de valor para os accionistas que incluem: deixar de investir em activos cujo valor de venda ultrapassa o rendimento, eliminar custos operacionais que obstruam o crescimento dos resultados, trabalhar no fundo de maneio, ajustando os saldos médios de clientes, estoques e fornecedores, reestruturar a carteira de dívidas da empresa com o objectivo de manter o custo do capital em níveis mais sustentáveis, por meio da renegociação com os credores para redução das taxas de juros, cancelar projectos de investimentos cuja taxa de retorno seja inferior ao custo de capital, reestruturar o capital para alinhar melhor com a estrutura dos activos da empresa,

mitigar o risco operacional, tornando a estrutura de custos mais flexível e adotar estratégias de financiamento adequadas.

A recomendação para a comunidade acadêmica cinge-se na realização de pesquisas que explorem mais os métodos e modelos baseados na criação de valor, e correlaciona-la, bem como o desenvolvimento de estudos comparativos dos modelos para saber qual dos modelos demonstra melhor a criação do valor para os accionistas.

Referências Bibliográficas

- Arnold, G., & Matt, D. (2000). *Value-based management: Context and application*. NY, New York: John Wiley and Sons.
- Neto, A. A. (2010). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque económico-financeiro* (9ª ed.). São Paulo, Brasil: Atlas.
- Neto, A. A. (2014). *Finanças corporativas e valor* (7ª ed.). São Paulo, Brasil: Atlas.
- Bento, H. J. (2020). *Situação económica financeira dos portos e caminhos-de-ferro de Moçambique – E.P entre 2011 e 2016 – um estudo de caso*. Dissertação de mestrado. Instituto Superior de Gestão, Faculdade de Administração e Gestão, Maputo, Moçambique.
- Berzakova, V., Bartosova, V., & Kicova, E. (2015). Modification of EVA in Value Based Management. *Procedia Economics and Finance*, 26, 317-324.
- Bertucci, J. L. O. (2008). *Metodologia básica para elaboração de trabalhos de conclusão de cursos (TCC): ênfase na elaboração de TCC de pós-graduação*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Bolsa de Valores de Moçambique (2021). *Relatório e Contas CDM*. Maputo. Moçambique recuperado em [RelatorioEContas_CDM-2021.pdf \(bvm.co.mz\)](#)
- Bolsa de Valores de Moçambique (2022). *Relatório e Contas CDM*. Maputo. Moçambique recuperado em [RelatorioEContas_CDM-2022 pdf \(bvm.co.mz\)](#)
- Bolsa de Valores de Moçambique (2023). *Relatório e Contas CDM*. Maputo. Moçambique. Recuperado em [RelatorioEContas_CDM-2022_2023.pdf \(bvm.co.mz\)](#)
- Bolsa de Valores de Moçambique. (2021). *Boletim de cotações* (31 Dezembro). Maputo. Disponível em: http://www.bvm.co.mz/boletim_cotacoes/BC-20211231.pdf
- Bolsa de Valores de Moçambique. (2022). *Boletim de cotações* (30 de dezembro de 2022). Maputo. Disponível em: http://www.bvm.co.mz/boletim_cotacoes/BC-20221230.pdf
- Bolsa de Valores de Moçambique. (2023). *Boletim de cotações* (29 de dezembro de 2023). Maputo. Disponível em: http://www.bvm.co.mz/boletim_cotacoes/BC-20231229.pdf ou [BC-20231229.pdf \(bvm.co.mz\)](#)
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de finanças empresariais* (8ª ed.). São Paulo, Brasil: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S. C. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais* (5ª ed.). São Paulo, Brasil: MacGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance* (3ª ed.). São Paulo, Brasil: MacGraw-Hill.

- Carvalho, I. (2008). Gestão baseada no valor. *Revista TOC*, 95, 50-59. Recuperado em http://www.occ.pt/downloads/files/1202986089_50a59_gestao.pdf
- Caselani, D. M. C., & Caselani, C. N. (2006). *Direcionadores financeiros e não financeiros: Impactos na geração de valor*. Comunicação apresentada no 30º Encontro ANPAD, Salvador, Brasil. Recuperado em: <http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1949.pdf>
- Cumbane, D. L. R. (2023). *Análise económica financeira como instrumento de apoio de decisão caso VISA-BEIRA Moçambique 2015-2020*. Dissertação de mestrado. Universidade de Algarve, Faculdade de Economia. Lisboa, Portugal.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (3ª ed.). NY, New York: John Wiley and Sons.
- Copeland, T., Koller, O., & Murrin, J. (2002). *Avaliação de empresa: calculando e gerenciando o valor das empresas* (3ª ed.). São Paulo, Brasil: Makron Books.
- Damodaran, A. (1997). *Investment on Valuation*. NY, New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. NY, New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas: teoria e prática* (2ª ed.). Porto Alegre, Brasil: Bookman.
- Decreto -lei nº 28/2009 de 29 de Setembro
- Duarte, S. J. (2011). *Avaliação da performance empresarial: o economic value added e a sua relação com o valor da empresa*. Dissertação de mestrado. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Faculdade de administração. Lisboa, Portugal. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10570/9016>.
- Drucker, P. F. (1999). *Management: tasks, responsibilities, practices*. FL, Florida: Harper Business.
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The real key to creating wealth*. NY, New York: John Wiley and Sons.
- Ehrbar, A. (1999). *EVA: Valor Econômico Agregado: A Verdadeira Chave para a Criação de Riqueza*. Rio de Janeiro, Brasil: QualityMark.
- Ehrbar, A. (2000). *EVA: valor econômico agregado a verdadeira chave para a criação de riqueza* (2ª ed.). Rio de Janeiro, Brasil: Quality Mark.
- Fernandez, P. (2001). *EVA and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation*. Dissertação de Mestrado. University of Navarra, Business School, Madrid, Espanha. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=270799
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas*. Lisboa, Portugal: Silabo.

- Flick, U. (2013). *Introdução à metodologia de pesquisa: um guia para iniciantes*. Porto Alegre, Brasil: Monitor.
- Galvão, R. M. M. (2017). *Avaliação de desempenho com base na criação de valor: value drivers do EVA – estudo com empresas cotadas na Euronext Lisbon*. Dissertação de Mestrado. Instituto politécnico de Setúbal, Faculdade de ciências empresariais, Setúbal, Portugal. Recuperado em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/19644/1>.
- Gil, A. C. (2002). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social* (6ª ed.). São Paulo, Brasil: Atlas
- Gil, A. C. (2014). *Como elaborar projetos de pesquisa* (4ª ed.). São Paulo, Brasil: Atlas.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de Administração Financeira* (12ª ed.). São Paulo, Brasil: Pearson Prentice Hall.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Recuperado em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kassai, J. R., Kassai, S., & Neto, A. A. (2002). Índice de especulação de valor agregado – IEVA. *Revista Contabilidade e Finanças*, 30, 32-45.
- Koller, T. (1994). What is value-based management? *McKinsey Quarterly*, 3, 87–101.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5ª ed.). NJ, New Jersey: McKinsey Company.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46 (2), 97-113.
- Marion, J. C. (2010). *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial* (5ª ed.). São Paulo, Brasil: Atlas.
- Marconi, M. & lakatos, E. (2008). *Fundamentos da metodologia científica*, (5ª ed), São Paulo, Brasil: Atlas.
- Marconi, M. A., & Lakatos, E. M. (2009). *Fundamentos da metodologia científica* (8ª ed.). São Paulo, Brasil: Atlas.
- Martin, J. D., & Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. MA, Massachusetts: Harvard Business Press.
- Martins, V. M. C., & Teixeira, A. B. S. D. (2015). *A criação de valor e o economic value added: Um estudo de caso*. do Instituto Politécnico de Setúbal, Faculdade de Ciências Empresariais, Setúbal, Portugal. <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/7940>
- Martin, J., & Petty, J. (2004). *Gestão baseada em valor: a resposta das empresas à revolução dos acionistas*. Rio de Janeiro, Brasil: Qualitymark

- Maunde, N. A. (2018). *Avaliação do desempenho da hidroeléctrica de Cahora Bassa (HCB), S.A.: criação de valor económico para o acionista*. Dissertação de Mestrado. Universidade Eduardo Mondlane, Faculdade de Economia, Maputo, Moçambique. Recuperado em <http://ww.repositorio.uem.mz/handle/123456789/799>.
- Mella, P., & Pellicelli, M. (2008). The Origin of Value Based Management: Five Interpretative Models of an Unavoidable Evolution. *The International Journal of Knowledge Culture and Change Management Annual*, 8, 23-32. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/270340685_The_Origin_of_Value_Based_Management_Five_Interpretative_Models_of_an_Unavoidable_Evolution.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Mota, A., Nunes, J., & Ferreira, M. (2004). *Finanças empresariais – Teoria e prática*. Porto, Portugal: Publisher Team.
- Neves, J. (2001). *Métricas de Avaliação do Desempenho Económico*. Lisboa, Portugal: Texto Editora..
- Neves, J. (2002). *Avaliação do desempenho baseada no valor* (3ª ed.). Lisboa, Portugal: Texto Editora.
- Neves, J. (2000). *Análise financeira I: técnicas fundamentais* (12ª ed.). Lisboa, Portugal: Texto Editora.
- Neves, J. (2011). *Avaliação e gestão da performance estratégica da empresa* (2ª ed.). Lisboa, Portugal: Texto Editora.
- Neves, J. (2012). *Análise e relato financeiro - uma visão integrada de gestão* (5ª ed.). Lisboa, Portugal: Texto Editora.
- Nascimento, S. G. L. (2019). *Métricas de criação de valor: Economic value added (EVA), cash value added (CVA) e Market value added*. Dissertação de Mestrado. Instituto Superior Politécnico de Contabilidade e Administração, Faculdade de Administração, Lisboa, Portugal. Recuperado de <https://www.academia.edu>.
- Ottosson, E., & Weissenrieder, F. (1996). *Cash value added: A new method for measuring financial performance* Gothenburg, Suécia: Working Paper.
- Peterson, P., & Peterson, D. (1996). *Performance das empresas e medidas de valor adicionado*. Comunicação apresentadas na Fundação de Pesquisa do Instituto de Analistas Financeiros Certificados. São Paulo, Brasil.
- Pereira, I. M. R. A. (2014). *A importância da gestão baseada na criação de valor para o accionista: caso do Grupo Galp Energia*. Dissertação de Mestrado. Instituto Politécnico do Porto, Faculdade de Economia, Porto, Portugal. Recuperado de https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/4333/1/DM_IsaurindaPereira_2014.pdf.
- Pereira, I. M. R. A. (2018). A importância da gestão baseada na criação de valor para o accionista: o caso do grupo Galp-energia. *Revista de Ciências Empresariais e*

Jurídicas, 19, 185-199. Recuperado em doi:
<https://doi.org/10.26537/rebules.v0i19.971>.

Rangel, L. P. (2008). *Aplicação do EVA na análise do desempenho*. Dissertação de Mestrado. Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia. Coimbra, Portugal. Recuperado de <http://ria.ua.pt/bitstream>.

Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors* (2ª ed.). NY, New York: Free Press.

Rappaport, A. (2001). *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores*. São Paulo, Brasil: Atlas.

Rodrigues, M., Morais, A., & Cunha, J. (2016). Integrated reporting Creating Shareholder Value corporate. *Revista Revisores e Auditores*, 2, 56-70.

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Lamb, R. (2005). *Administração financeira*. São Paulo, Brasil: Atlas.

Sá, A. L. (2010). *Teoria da contabilidade*. São Paulo, Brasil: Atlas.

Santiago, C. V. (2023) *O EVA, MVA, CVA e CFROI como criação de valor - Estudo de caso da Corticeira Amorim SGPS, S.A.* Dissertação de Mestrado. Instituto Politécnico de Lisboa, Faculdade de Contabilidade e Administração, Lisboa, Portugal. Recuperado em <http://hdl.handle.net/10400.21/16115>.

Santos, J. O. (2008). *Avaliação de empresas: Cálculo e interpretação do valor das empresas: Um guia prático* (2ª ed.). São Paulo, Brasil: Saraiva.

Samanez, C. P. (2007). *Gestão de Investimentos e Geração de Valor*. São Paulo, Brasil: Pearson Prentice Hall.

Severino, J. A. (2000). *Metodologia do trabalho científico* (2ª ed.). São Paulo, Brasil: Cortez.

Silva, E., & Menezes, E. (2005). *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação* (4ª ed.). Florianópolis, Brasil: UFSC.

Silva, A. C. R. (2017). *Metodologia da pesquisa aplicada à Contabilidade*. Bahia, Brasil: Universidade Federal da Bahia.

Sengo, A. J. (2014). *A escolha da estrutura financeira e o seu impacto sobre o valor da empresa - caso da MCEL, SARL de 2009 a 2011*. Dissertação de Mestrado. Universidade Eduardo Mondlane, Faculdade de Economia. Maputo, Moçambique. Recuperado de <http://ww.repositorio.uem.mz/handle/123456789/799>.

Sousa, M. J. & Baptista, S. S. (2011). *Como fazer investigação, dissertações, teses e relatórios*. Lisboa, Portugal: Edição Internacional.

Stewart, G. B. (1991). *The quest for value - the EVA management guide*. CA, California: Harper Collins Publishers.

- Teixeira, N. (2008). *A rendibilidade e a criação de valor*. Comunicação apresentadas no XIII Encontro AECA, Aveiro, Portugal.
- Teixeira, N. (2016). *Criação de valor: estudo de caso*. Dissertação de Mestrado. Instituto Politécnico de Setúbal, Faculdade de Ciências Empresariais, Setúbal, Portugal. Recuperado em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/11694>.
- Teixeira, N., & Amaro, A. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor: um estudo de caso. *Revista Universo Contábil*, 9, 157-178.
- Teixeira, N. & Pardal, A. (2005). A Viabilidade e a Capacidade de Auto-financiamento. *Revista Contabilista TOC* 6, 96-115.
- Venazi, D. (2010). Financial performance measures and value creation: a review of the theoretical and empirical literature. *Journal of Financial Services Research*, 4, 12-24.
- Worthington, A. C., & West, T. (2001). Economic value-added: a review of the theoretical and empirical literature. *Asian Review of Accounting*, 9, 67-86.
- Yin, R. K., & Grassi, D. (2005). *Estudo de caso: planejamento e métodos* (3ª ed.). Porto Alegre, Brasil: Bookman.
- Young, S. D. (1997). Economic value added: A primer for European managers. *European Management Journal*, 15 (4), 335-343.
- Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2003). *EVA e gestão baseada no valor: Guia prático para implementação* (3ª ed.). Porto Alegre, Brasil: Bookman.
- Young, D., & O'Byrne, S. (2001). *EVA e gestão baseada no valor: Guia prático para implementação*. Porto Alegre, Brasil: Bookman.

APENDICES

APÊNDICE I

Tabela 17: Bilhete de Cotações Referente aos Períodos de 2021 a 2023 (Apêndice I)

| Obrigações- características | Valor Nominal (MZN) | Taxa de Juro Anual (%) |
|---|----------------------------|-------------------------------|
| Obrigações de Tesouro | | |
| Tesouro-2021 - 1ª série | 100 | 19,37% |
| Tesouro-2021 - 2ª série | 100 | 19,37% |
| Tesouro-2021-3ª série | 100 | 19,50% |
| Tesouro-2021-4ª série | 100 | 18,12% |
| Tesouro-2021-5ª série | 100 | 19,06% |
| Tesouro-2021-6ª série | 100 | 19,56% |
| Tesouro-2021-7ª série | 100 | 18,87% |
| Tesouro-2021-8ª série | 100 | 19% |
| Tesouro-2021-10ª série | 100 | 14,50% |
| Tesouro-2021-11ª série | 100 | 6,93% |
| Taxa de Juro média das Obrigações de Tesouro | | 17,43% |
| Obrigações Corporativas | | |
| BNI 2021 - 1ª Série | 100 | 14,20% |
| BNI 2021 - 1ª Série | 100 | 15% |
| BAYPORT 2021 - Série I | 100 | 22,14% |
| BAYPORT 2021 - Série II | 100 | 23,20% |
| BAYPORT 2021 - Série III | 100 | 23,20% |
| BAYPORT 2021 - Série IV | 100 | 22,82% |
| Taxa de juro média das Obrigações Corporativas | | 20,09% |

| Obrigações- Características | Valor Nominal (MZN) | Taxa de Juro Anual (%) |
|------------------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| Obrigações de Tesouro | | |
| Tesouro-2022 - 1ª série | 100 | 20% |
| Tesouro-2022 - 2ª série | 100 | 19% |
| Tesouro-2022 - 3ª série | 100 | 20% |
| Tesouro-2022 - 4ª série | 100 | 18,75% |
| Tesouro-2022 - 5ª série | 100 | 17% |
| Tesouro-2022 - 6ª série | 100 | 17% |
| Tesouro-2022 - 7ª série | 100 | 17,75% |
| Tesouro-2022 - 8ª série | 100 | 17,62% |

| | | |
|---|-----|--------|
| Tesouro-2022 - 9ª série | 100 | 17,75% |
| Tesouro-2022 - 10ª série | 100 | 19% |
| Tesouro-2022 - 11ª série | 100 | 17,50% |
| Taxa de Juro média das Obrigações de Tesouro | | 18% |
| Obrigações Corporativas | | |
| BNI 2022 - 1ª Série | 100 | 20% |
| BAYPORT 2022 - Série I | 100 | 21,99% |
| Taxa de Juro média das Obrigações Corporativas | | 21% |

| Obrigações- características | Valor Nominal (MZN) | Taxa de Juro Anual (%) |
|---|----------------------------|-------------------------------|
| Obrigações de Tesouro | | |
| Tesouro-2023 - 1ª série | 100 | 19% |
| Tesouro-2023 - 2ª série | 100 | 19% |
| Tesouro-2023 - 3ª série | 100 | 19% |
| Tesouro-2023 - 4ª série | 100 | 19% |
| Tesouro-2023 - 5ª série | 100 | 16% |
| Tesouro-2023 - 6ª série | 100 | 17% |
| Tesouro-2023 - 7ª série | 100 | 17% |
| Tesouro-2023 - 8ª série | 100 | 16% |
| Tesouro-2023 - 9ª série | 100 | 18% |
| Tesouro-2023 - 10ª série | 100 | 18% |
| Taxa de Juro média das Obrigações de Tesouro | | 18% |
| | | |
| Obrigações Corporativas | | |
| BAYPORT 2023 - Série I | 100 | 23,75% |
| BAYPORT 2023 - Série II | 100 | 22% |
| BAYPORT 2023 - Série III | 100 | 21,50% |
| Letshego-2023-Série I | 100 | 22,50% |
| Letshego-2023-Série I | 100 | 22,50% |
| Letshego-2023-Série I | 100 | 22,50% |
| Taxa de juro média das Obrigações Corporativas | | 11,25% |

Apêndice II: Cálculo do coeficiente do risco sistemático (Beta)

Tabela 18: cálculo do beta

| | | | | | | | | | | | |
|-------------|----------------|-----------------|-------------|-------------|----------------|-----------------|-------------|------------|----------------|-----------------|--------------|
| VAR | 0,4173685 | Beta | | | | | | | | COV | 0,0022283 |
| COV | 0,0056505 | 0,01 | | VAR | 0,3939034 | COV | 0,00390586 | | | VAR | 0,3895106 |
| | | | | Beta | -0,01 | | | | | Beta | -0,01 |
| ANOS | 2021 | | | 2022 | | | | 2023 | Cotação | Variação | IBVM |
| CDM | Cotação | Variação | IBVM | | Cotação | Variação | IBVM | 03/01/2023 | 65 | 0,0000 | 0,9724 |
| 04/01/2021 | 60 | -0,1667 | 0,9724 | 03/01/2022 | 50 | 0,0000 | 0,9724 | 04/01/2023 | 65 | 0,0000 | 0,9815 |
| 05/01/2021 | 50 | -0,1904 | 0,9815 | 04/01/2022 | 50 | 0,0000 | 0,9815 | 05/01/2023 | 65 | -0,0154 | 0,0048 |
| 06/01/2021 | 40,48 | -0,0119 | 0,0048 | 05/01/2022 | 50 | 0,0000 | 0,0048 | 06/01/2023 | 64 | 0,0625 | 0,0126 |
| 07/01/2021 | 40 | 0,0000 | 0,0126 | 06/01/2022 | 50 | 0,2500 | 0,0126 | 09/01/2023 | 68 | 0,0000 | 0,0096 |
| 08/01/2021 | 40 | 0,0000 | 0,0096 | 07/01/2022 | 62,5 | 0,0000 | 0,0096 | 10/01/2023 | 68 | 0,0147 | 0,9898 |
| 11/01/2021 | 40 | 0,0000 | 0,9898 | 10/01/2022 | 62,5 | 0,0000 | 0,9898 | 11/01/2023 | 69 | -0,1014 | 0,0029 |
| 12/01/2021 | 40 | 0,2625 | 0,0029 | 11/01/2022 | 62,5 | 0,2800 | 0,0029 | 12/01/2023 | 62 | -0,0323 | 0,0159 |
| 19/01/2021 | 50,5 | 0,0000 | 0,0159 | 12/01/2022 | 80 | 0,0000 | 0,0159 | 13/01/2023 | 60 | 0,1667 | 0,0345 |
| 20/01/2021 | 50,5 | 0,0000 | 0,0345 | 13/01/2022 | 80 | 0,1250 | 0,0345 | 16/01/2023 | 70 | 0,0286 | 0 |
| 21/01/2021 | 50,5 | 0,2376 | 0 | 14/01/2022 | 90 | -0,1111 | 0 | 17/01/2023 | 72 | -0,0278 | 0 |
| 27/01/2021 | 62,5 | -0,1920 | 0 | 17/01/2022 | 80 | 0,0000 | 0 | 18/01/2023 | 70 | -0,0143 | 0,9998 |
| 28/01/2021 | 50,5 | 0,0000 | 0,9998 | 18/01/2022 | 80 | 0,0000 | 0,9998 | 19/01/2023 | 69 | 0,0145 | 0,9989 |
| 29/01/2021 | 50,5 | 0,0000 | 0,9989 | 19/01/2022 | 80 | 0,0000 | 0,9989 | 20/01/2023 | 70 | 0,0000 | 0,0186 |
| 01/02/2021 | 50,5 | 0,0891 | 0,0186 | 20/01/2022 | 80 | 0,0000 | 0,0186 | 23/01/2023 | 70 | -0,1429 | 0,0005 |
| 02/02/2021 | 55 | 0,0000 | 0,0005 | 21/01/2022 | 80 | -0,0248 | 0,0005 | 24/01/2023 | 60 | 0,0000 | -0,0752 |
| 03/02/2021 | 55 | -0,1818 | -0,0752 | 24/01/2022 | 78,02 | 0,0000 | -0,0752 | 25/01/2023 | 60 | -0,1667 | -0,0069 |
| 08/02/2021 | 45 | -0,1111 | -0,0069 | 25/01/2022 | 78,02 | -0,0387 | -0,0069 | 26/01/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0095 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|------|---------|---------|------------|----|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 11/02/2021 | 40 | 0,1250 | 0,0095 | 26/01/2022 | 75 | 0,0000 | 0,0095 | 27/01/2023 | 50 | 0,0004 | 0,0156 |
| 12/02/2021 | 45 | -0,0556 | 0,0156 | 27/01/2022 | 75 | 0,0000 | 0,0156 | 30/01/2023 | 50,02 | 0,0000 | 2,9019 |
| 13/02/2021 | 42,5 | 0,0588 | 2,9019 | 28/01/2022 | 75 | -0,1333 | 2,9019 | 31/01/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0,1804 |
| 14/02/2021 | 45 | 0,0000 | 0,1804 | 31/01/2022 | 65 | 0,0000 | 0,1804 | 01/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0,1357 |
| 15/02/2021 | 45 | 0,0000 | 0,1357 | 01/02/2022 | 65 | 0,0000 | 0,1357 | 02/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0,1204 |
| 18/02/2021 | 45 | 0,0000 | 0,1204 | 02/02/2022 | 65 | 0,0769 | 0,1204 | 03/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0,1056 |
| 19/02/2021 | 45 | 0,1222 | 0,1056 | 03/02/2022 | 70 | 0,0000 | 0,1056 | 06/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0,1985 |
| 20/02/2021 | 50,5 | 0,0000 | 0,1985 | 04/02/2022 | 70 | 0,0000 | 0,1985 | 07/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0,1254 |
| 21/02/2021 | 50,5 | 0,2871 | 0,1254 | 07/02/2022 | 70 | -0,1429 | 0,1254 | 08/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0,1768 |
| 27/02/2021 | 65 | 0,0000 | 0,1768 | 08/02/2022 | 60 | 0,0833 | 0,1768 | 09/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 0 |
| 28/02/2021 | 65 | 0,0000 | 0 | 09/02/2022 | 65 | 0,0000 | 0 | 10/02/2023 | 50,02 | 0,0000 | 1,1555 |
| 01/03/2021 | 65 | -0,0385 | 1,1555 | 10/02/2022 | 65 | 0,0000 | 1,1555 | 13/02/2023 | 50,02 | -0,0004 | 1,1579 |
| 04/03/2021 | 62,5 | 0,0000 | 1,1579 | 11/02/2022 | 65 | -0,0769 | 1,1579 | 14/02/2023 | 50 | 0,0000 | 1,0233 |
| 05/03/2021 | 62,5 | -0,0240 | 1,0233 | 14/02/2022 | 60 | 0,0000 | 1,0233 | 15/02/2023 | 50 | 0,2500 | 1,0291 |
| 08/03/2021 | 61 | -0,0164 | 1,0291 | 15/02/2022 | 60 | 0,0000 | 1,0291 | 16/02/2023 | 62,5 | 0,0000 | -1,9671 |
| 11/03/2021 | 60 | 0,0333 | -1,9671 | 16/02/2022 | 60 | 0,0000 | -1,9671 | 17/02/2023 | 62,5 | 0,1040 | -1,9212 |
| 12/03/2021 | 62 | -0,1048 | -1,9212 | 17/02/2022 | 60 | 0,0833 | -1,9212 | 20/02/2023 | 69 | 0,0000 | 0,0453 |
| 13/03/2021 | 55,5 | -0,0991 | 0,0453 | 18/02/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0453 | 21/02/2023 | 69 | -0,0725 | 0,0098 |
| 14/03/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0098 | 21/02/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0098 | 22/02/2023 | 64 | 0,0000 | 0,0051 |
| 15/03/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0051 | 22/02/2022 | 65 | -0,0769 | 0,0051 | 23/02/2023 | 64 | 0,0000 | 0,005 |
| 18/03/2021 | 50 | 0,2000 | 0,005 | 23/02/2022 | 60 | 0,0000 | 0,005 | 24/02/2023 | 64 | 0,0000 | 0,0004 |
| 21/03/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0004 | 24/02/2022 | 60 | 0,0000 | 0,0004 | 27/02/2023 | 64 | 0,0156 | 0,0503 |
| 22/03/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0503 | 25/02/2022 | 60 | 0,0000 | 0,0503 | 28/02/2023 | 65 | 0,0000 | 0 |
| 25/03/2021 | 60 | 0,0833 | 0 | 28/02/2022 | 60 | 0,0833 | 0 | 01/03/2023 | 65 | 0,0000 | 0 |
| 26/03/2021 | 65 | 0,0000 | 0 | 01/03/2022 | 65 | 0,0000 | 0 | 02/03/2023 | 65 | 0,0000 | -0,0208 |
| 27/03/2021 | 65 | 0,0000 | -0,0208 | 02/03/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0208 | 03/03/2023 | 65 | -0,0385 | -0,0492 |
| 28/03/2021 | 65 | -0,0769 | -0,0492 | 03/03/2022 | 65 | -0,0769 | -0,0492 | 06/03/2023 | 62,5 | 0,0000 | -0,0349 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|----|---------|---------|------------|------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 29/03/2021 | 60 | -0,1667 | -0,0349 | 06/03/2022 | 60 | 0,0833 | -0,0349 | 07/03/2023 | 62,5 | 0,0000 | -0,0345 |
| 01/04/2021 | 50 | 0,0000 | -0,0345 | 07/03/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0345 | 08/03/2023 | 62,5 | -0,0718 | -0,0103 |
| 02/04/2021 | 50 | 0,2000 | -0,0103 | 08/03/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0103 | 09/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | -0,6687 |
| 03/04/2021 | 60 | 0,0000 | -0,6687 | 09/03/2022 | 65 | -0,0769 | -0,6687 | 10/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | -0,0671 |
| 04/04/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0671 | 10/03/2022 | 60 | -0,1667 | -0,0671 | 13/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | -0,9876 |
| 05/04/2021 | 60 | 0,0833 | -0,9876 | 11/03/2022 | 50 | 0,0000 | -0,9876 | 14/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | -0,0455 |
| 08/04/2021 | 65 | 0,0000 | -0,0455 | 14/03/2022 | 50 | 0,2000 | -0,0455 | 15/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | 0,0567 |
| 09/04/2021 | 65 | 0,0000 | 0,0567 | 15/03/2022 | 60 | 0,0833 | 0,0567 | 16/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | 0,0004 |
| 10/04/2021 | 65 | -0,0769 | 0,0004 | 16/03/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0004 | 17/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | 0 |
| 11/04/2021 | 60 | 0,0000 | 0 | 17/03/2022 | 65 | 0,0000 | 0 | 20/03/2023 | 58,01 | 0,0000 | 0 |
| 17/04/2021 | 60 | -0,1667 | 0 | 18/03/2022 | 65 | 0,0000 | 0 | 21/03/2023 | 58,01 | -0,0519 | 0 |
| 18/04/2021 | 50 | 0,0000 | 0 | 21/03/2022 | 65 | 0,0000 | 0 | 22/03/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0412 |
| 19/04/2021 | 50 | 0,2000 | 0,0412 | 22/03/2022 | 65 | -0,2308 | 0,0412 | 23/03/2023 | 55 | -0,0904 | 0,0024 |
| 22/04/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0024 | 23/03/2022 | 50 | 0,0000 | 0,0024 | 24/03/2023 | 50,03 | 0,0000 | 0,0024 |
| 23/04/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0024 | 24/03/2022 | 50 | 0,1000 | 0,0024 | 27/03/2023 | 50,03 | 0,0993 | 0,9924 |
| 24/04/2021 | 60 | 0,0833 | 0,9924 | 25/03/2022 | 55 | -0,2727 | 0,9924 | 28/03/2023 | 55 | -0,1813 | 0,9947 |
| 25/04/2021 | 65 | -0,0769 | 0,9947 | 28/03/2022 | 40 | 0,0000 | 0,9947 | 29/03/2023 | 45,03 | 0,0000 | -0,042 |
| 26/04/2021 | 60 | 0,0000 | -0,042 | 29/03/2022 | 40 | 0,1250 | -0,042 | 30/03/2023 | 45,03 | 0,0004 | -0,0043 |
| 29/04/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0043 | 30/03/2022 | 45 | -0,1111 | -0,0043 | 31/03/2023 | 45,05 | 0,0000 | -0,219 |
| 30/04/2021 | 60 | -0,1667 | -0,219 | 31/03/2022 | 40 | 0,1250 | -0,219 | 03/04/2023 | 45,05 | 0,0881 | -0,111 |
| 01/05/2021 | 50 | 0,0000 | -0,111 | 03/04/2022 | 45 | -0,0556 | -0,111 | 04/04/2023 | 49,02 | -0,0412 | 0,9908 |
| 02/05/2021 | 50 | 0,0000 | 0,9908 | 04/04/2022 | 42,5 | 0,0588 | 0,9908 | 05/04/2023 | 47 | 0,0000 | 0,9911 |
| 03/05/2021 | 50 | 0,0000 | 0,9911 | 05/04/2022 | 45 | 0,0000 | 0,9911 | 06/04/2023 | 47 | 0,0638 | 0,9061 |
| 06/05/2021 | 50 | 0,2000 | 0,9061 | 06/04/2022 | 45 | 0,0000 | 0,9061 | 08/04/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0511 |
| 07/05/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0511 | 08/04/2022 | 45 | 0,0000 | 0,0511 | 09/04/2023 | 50 | 0,1000 | 0,0038 |
| 08/05/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0038 | 11/04/2022 | 45 | 0,1222 | 0,0038 | 10/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0002 |
| 09/05/2021 | 60 | 0,0833 | 0,0002 | 12/04/2022 | 50,5 | 0,0000 | 0,0002 | 11/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0045 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|----|---------|---------|------------|------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 10/05/2021 | 65 | 0,0000 | 0,0045 | 13/04/2022 | 50,5 | 0,0000 | 0,0045 | 12/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0356 |
| 13/05/2021 | 65 | 0,0000 | 0,0356 | 14/04/2022 | 50,5 | 0,0000 | 0,0356 | 13/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0564 |
| 14/05/2021 | 65 | -0,0769 | 0,0564 | 15/04/2022 | 50,5 | 0,1881 | 0,0564 | 14/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0234 |
| 15/05/2021 | 60 | -0,1667 | 0,0234 | 18/04/2022 | 60 | 0,0833 | 0,0234 | 17/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0123 |
| 16/05/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0123 | 19/04/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0123 | 18/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,9231 |
| 17/05/2021 | 50 | 0,2000 | 0,9231 | 20/04/2022 | 65 | 0,0000 | 0,9231 | 19/04/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0028 |
| 20/05/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0028 | 21/04/2022 | 65 | -0,2585 | 0,0028 | 20/04/2023 | 55 | -0,0358 | 0,0012 |
| 21/05/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0012 | 22/04/2022 | 48,2 | 0,0000 | 0,0012 | 21/04/2023 | 53,03 | 0,0000 | -0,7694 |
| 22/05/2021 | 60 | 0,0833 | -0,7694 | 25/04/2022 | 48,2 | 0,0000 | -0,7694 | 24/04/2023 | 53,03 | 0,0000 | 0 |
| 23/05/2021 | 65 | -0,0769 | 0 | 26/04/2022 | 48,2 | 0,0000 | 0 | 25/04/2023 | 53,03 | 0,0000 | 0 |
| 24/05/2021 | 60 | 0,0000 | 0 | 27/04/2022 | 48,2 | 0,0373 | 0 | 26/04/2023 | 53,03 | 0,0371 | 0 |
| 27/05/2021 | 60 | 0,0000 | 0 | 28/04/2022 | 50 | 0,0000 | 0 | 27/04/2023 | 55 | 0,0000 | -0,059 |
| 28/05/2021 | 60 | 0,0833 | -0,059 | 29/04/2022 | 50 | 0,0000 | -0,059 | 28/04/2023 | 55 | 0,0000 | -0,0047 |
| 29/05/2021 | 65 | -0,0769 | -0,0047 | 02/05/2022 | 50 | -0,0200 | -0,0047 | 02/05/2023 | 55 | 0,0000 | -0,0034 |
| 30/05/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0034 | 03/05/2022 | 49 | 0,0000 | -0,0034 | 03/05/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0001 |
| 31/05/2021 | 60 | -0,1667 | 0,0001 | 04/05/2022 | 49 | 0,0000 | 0,0001 | 04/05/2023 | 55 | -0,1633 | 0,0012 |
| 01/06/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0012 | 05/05/2022 | 49 | 0,0306 | 0,0012 | 05/05/2023 | 46,02 | 0,0000 | -0,0371 |
| 02/06/2021 | 50 | 0,2000 | -0,0371 | 06/05/2022 | 50,5 | 0,2871 | -0,0371 | 08/05/2023 | 46,02 | 0,0000 | -0,0009 |
| 03/06/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0009 | 09/05/2022 | 65 | -0,0769 | -0,0009 | 09/05/2023 | 46,02 | 0,4754 | 0,2342 |
| 04/06/2021 | 60 | 0,0000 | 0,2342 | 10/05/2022 | 60 | 0,0000 | 0,2342 | 10/05/2023 | 67,9 | 0,0000 | 0,9345 |
| 05/06/2021 | 60 | 0,0833 | 0,9345 | 11/05/2022 | 60 | 0,0000 | 0,9345 | 11/05/2023 | 67,9 | 0,0000 | 0,3459 |
| 08/06/2021 | 65 | -0,0769 | 0,3459 | 12/05/2022 | 60 | 0,0833 | 0,3459 | 12/05/2023 | 67,9 | 0,0000 | 0,0345 |
| 11/06/2021 | 60 | 0,0833 | 0,0345 | 13/05/2022 | 65 | -0,0769 | 0,0345 | 15/05/2023 | 67,9 | 0,0000 | 0,3456 |
| 12/06/2021 | 65 | -0,0769 | 0,3456 | 16/05/2022 | 60 | -0,1667 | 0,3456 | 16/05/2023 | 67,9 | 0,0000 | 0,9756 |
| 13/06/2021 | 60 | 0,0000 | 0,9756 | 17/05/2022 | 50 | 0,0000 | 0,9756 | 17/05/2023 | 67,9 | -0,1900 | 0,9934 |
| 16/06/2021 | 60 | -0,1667 | 0,9934 | 18/05/2022 | 50 | 0,0000 | 0,9934 | 18/05/2023 | 55 | 0,0000 | 0 |
| 17/06/2021 | 50 | 0,0000 | 0 | 19/05/2022 | 50 | 0,1000 | 0 | 19/05/2023 | 55 | 0,0000 | 0,9345 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|----|---------|---------|------------|-------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 18/06/2021 | 50 | 0,2000 | 0,9345 | 20/05/2022 | 55 | 0,0000 | 0,9345 | 22/05/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0456 |
| 19/06/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0456 | 23/05/2022 | 55 | 0,0000 | 0,0456 | 23/05/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0985 |
| 20/06/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0985 | 24/05/2022 | 55 | -0,0362 | 0,0985 | 24/05/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0985 |
| 23/06/2021 | 60 | 0,0833 | 0,0985 | 25/05/2022 | 53,01 | 0,0000 | 0,0985 | 25/05/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0453 |
| 24/06/2021 | 65 | -0,0769 | 0,0453 | 26/05/2022 | 53,01 | 0,0000 | 0,0453 | 26/05/2023 | 55 | -0,1633 | -0,0049 |
| 25/06/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0049 | 27/05/2022 | 53,01 | 0,3205 | -0,0049 | 29/05/2023 | 46,02 | 0,0000 | -0,0002 |
| 26/06/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0002 | 30/05/2022 | 70 | 0,0000 | -0,0002 | 30/05/2023 | 46,02 | 0,0000 | -0,0011 |
| 27/06/2021 | 60 | 0,0833 | -0,0011 | 31/05/2022 | 70 | 0,0000 | -0,0011 | 31/05/2023 | 46,02 | 0,0000 | -0,0001 |
| 30/06/2021 | 65 | -0,0769 | -0,0001 | 01/06/2022 | 70 | 0,0289 | -0,0001 | 01/06/2023 | 46,02 | 0,0000 | -0,0054 |
| 01/07/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0054 | 02/06/2022 | 72,02 | 0,0000 | -0,0054 | 02/06/2023 | 46,02 | 0,0000 | -0,0564 |
| 02/07/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0564 | 03/06/2022 | 72,02 | 0,0000 | -0,0564 | 05/06/2023 | 46,02 | -0,0219 | -0,0964 |
| 03/07/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0964 | 06/06/2022 | 72,02 | -0,0557 | -0,0964 | 06/06/2023 | 45,01 | 0,0000 | -0,0012 |
| 04/07/2021 | 60 | 0,0833 | -0,0012 | 07/06/2022 | 68,01 | 0,0000 | -0,0012 | 07/06/2023 | 45,01 | 0,0000 | -0,0543 |
| 08/07/2021 | 65 | -0,0769 | -0,0543 | 08/06/2022 | 68,01 | 0,0000 | -0,0543 | 08/06/2023 | 45,01 | 0,2220 | -0,0004 |
| 09/07/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0004 | 09/06/2022 | 68,01 | 0,0293 | -0,0004 | 09/06/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0203 |
| 10/07/2021 | 60 | -0,1667 | 0,0203 | 10/06/2022 | 70 | 0,0000 | 0,0203 | 12/06/2023 | 55 | 0,0000 | 0,3424 |
| 11/07/2021 | 50 | 0,0000 | 0,3424 | 13/06/2022 | 70 | 0,0000 | 0,3424 | 13/06/2023 | 55 | 0,1816 | 0,0023 |
| 12/07/2021 | 50 | 0,2000 | 0,0023 | 14/06/2022 | 70 | 0,0714 | 0,0023 | 14/06/2023 | 64,99 | 0,0000 | 0,1124 |
| 14/07/2021 | 60 | 0,0000 | 0,1124 | 15/06/2022 | 75 | 0,0000 | 0,1124 | 15/06/2023 | 64,99 | 0,0000 | 0,0087 |
| 15/07/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0087 | 16/06/2022 | 75 | 0,0000 | 0,0087 | 16/06/2023 | 64,99 | 0,0000 | 2,0987 |
| 16/07/2021 | 60 | 0,0833 | 2,0987 | 17/06/2022 | 75 | 0,0400 | 2,0987 | 19/06/2023 | 64,99 | 0,0000 | 1,9876 |
| 17/07/2021 | 65 | -0,0769 | 1,9876 | 20/06/2022 | 78 | 0,0000 | 1,9876 | 20/06/2023 | 64,99 | -0,1537 | 1,8765 |
| 18/07/2021 | 60 | 0,0000 | 1,8765 | 21/06/2022 | 78 | 0,0000 | 1,8765 | 21/06/2023 | 55 | 0,0000 | 1,4042 |
| 21/07/2021 | 60 | 0,0000 | 1,4042 | 22/06/2022 | 78 | 0,0256 | 1,4042 | 22/06/2023 | 55 | 0,0000 | 0,408 |
| 22/07/2021 | 60 | 0,0833 | 0,408 | 23/06/2022 | 80 | 0,0000 | 0,408 | 23/06/2023 | 55 | 0,0000 | 0,4082 |
| 23/07/2021 | 65 | -0,0769 | 0,4082 | 24/06/2022 | 80 | 0,0000 | 0,4082 | 26/06/2023 | 55 | 0,0000 | 0,4567 |
| 24/07/2021 | 60 | 0,0000 | 0,4567 | 27/06/2022 | 80 | -0,1500 | 0,4567 | 27/06/2023 | 55 | 0,0000 | 0,4984 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 25/07/2021 | 60 | -0,1667 | 0,4984 | 28/06/2022 | 68 | 0,0000 | 0,4984 | 28/06/2023 | 55 | 0,0000 | 0,4515 |
| 28/07/2021 | 50 | 0,2000 | 0,4515 | 29/06/2022 | 68 | 0,0000 | 0,4515 | 29/06/2023 | 55 | -0,1818 | 0,4123 |
| 29/07/2021 | 60 | 0,0000 | 0,4123 | 30/06/2022 | 68 | 0,0000 | 0,4123 | 30/06/2023 | 45 | 0,0000 | 0,0098 |
| 30/07/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0098 | 01/07/2022 | 68 | -0,0443 | 0,0098 | 03/07/2023 | 45 | 0,0000 | 0,876 |
| 31/07/2021 | 60 | 0,0000 | 0,876 | 04/07/2022 | 64,99 | 0,0000 | 0,876 | 04/07/2023 | 45 | 0,0002 | 0,028 |
| 01/08/2021 | 60 | 0,0833 | 0,028 | 05/07/2022 | 64,99 | 0,0000 | 0,028 | 05/07/2023 | 45,01 | 0,0000 | 0,0908 |
| 04/08/2021 | 65 | 0,0000 | 0,0908 | 06/07/2022 | 64,99 | 0,0000 | 0,0908 | 06/07/2023 | 45,01 | 0,0000 | 0,0809 |
| 05/08/2021 | 65 | 0,0000 | 0,0809 | 07/07/2022 | 64,99 | 0,0000 | 0,0809 | 07/07/2023 | 45,01 | 0,2220 | 0,0341 |
| 06/08/2021 | 65 | -0,0385 | 0,0341 | 08/07/2022 | 64,99 | -0,1537 | 0,0341 | 10/07/2023 | 55 | 0,0000 | -2,5044 |
| 07/08/2021 | 62,5 | 0,0000 | -2,5044 | 11/07/2022 | 55 | 0,0000 | -2,5044 | 11/07/2023 | 55 | 0,0000 | -2,512 |
| 08/08/2021 | 62,5 | 0,0000 | -2,512 | 12/07/2022 | 55 | 0,0000 | -2,512 | 12/07/2023 | 55 | 0,0000 | -2,987 |
| 11/08/2021 | 62,5 | -0,0240 | -2,987 | 13/07/2022 | 55 | -0,0002 | -2,987 | 13/07/2023 | 55 | 0,0000 | -1,9086 |
| 12/08/2021 | 61 | 0,0000 | -1,9086 | 14/07/2022 | 54,99 | 0,0000 | -1,9086 | 14/07/2023 | 55 | 0,0000 | -0,0067 |
| 13/08/2021 | 61 | -0,0164 | -0,0067 | 15/07/2022 | 54,99 | 0,0000 | -0,0067 | 15/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,408 |
| 14/08/2021 | 60 | 0,0333 | 0,408 | 18/07/2022 | 54,99 | 0,0000 | 0,408 | 16/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,4042 |
| 15/08/2021 | 62 | -0,1048 | 0,4042 | 19/07/2022 | 54,99 | 0,0002 | 0,4042 | 17/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,6701 |
| 18/08/2021 | 55,5 | -0,0991 | 0,6701 | 20/07/2022 | 55 | 0,0000 | 0,6701 | 18/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,2986 |
| 19/08/2021 | 50 | 0,0000 | 0,2986 | 21/07/2022 | 55 | 0,0000 | 0,2986 | 19/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0786 |
| 20/08/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0786 | 22/07/2022 | 55 | 0,2364 | 0,0786 | 20/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0129 |
| 21/08/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0129 | 25/07/2022 | 68 | 0,0000 | 0,0129 | 21/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0098 |
| 22/08/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0098 | 26/07/2022 | 68 | 0,0000 | 0,0098 | 24/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0019 |
| 25/08/2021 | 50 | 0,1100 | 0,0019 | 27/07/2022 | 68 | 0,0294 | 0,0019 | 25/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0098 |
| 26/08/2021 | 55,5 | 0,0000 | 0,0098 | 28/07/2022 | 70 | 0,0000 | 0,0098 | 26/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0009 |
| 27/08/2021 | 55,5 | 0,0000 | 0,0009 | 29/07/2022 | 70 | 0,0000 | 0,0009 | 27/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0021 |
| 28/08/2021 | 55,5 | -0,0090 | 0,0021 | 01/08/2022 | 70 | 0,0000 | 0,0021 | 28/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0023 |
| 29/08/2021 | 55 | 0,0909 | 0,0023 | 02/08/2022 | 70 | 0,0000 | 0,0023 | 31/07/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0556 |
| 01/09/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0556 | 03/08/2022 | 70 | 0,0000 | 0,0556 | 01/08/2023 | 55 | -0,0002 | 0,0182 |

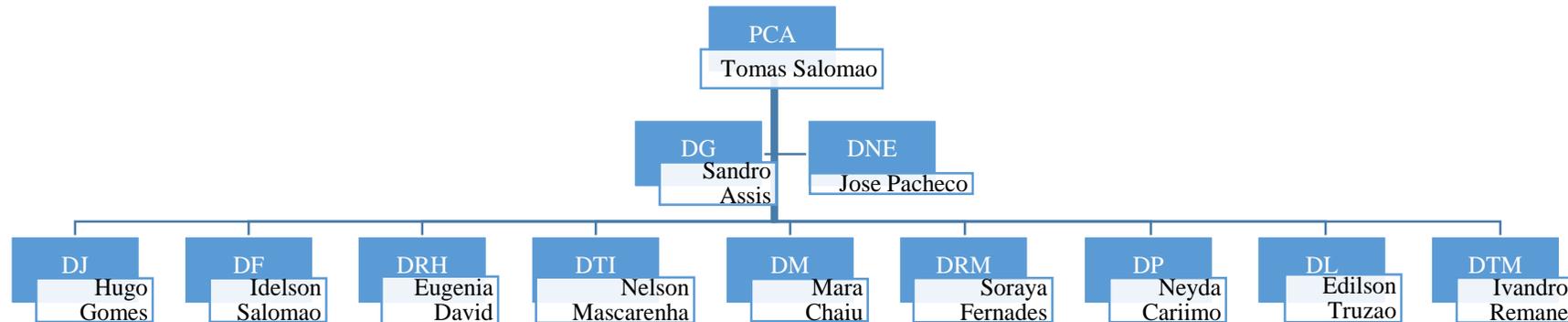
| | | | | | | | | | | | |
|------------|------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 02/09/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0182 | 04/08/2022 | 70 | -0,0714 | 0,0182 | 02/08/2023 | 54,99 | 0,0000 | -0,0034 |
| 03/09/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0034 | 05/08/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0034 | 03/08/2023 | 54,99 | 0,0000 | -0,0004 |
| 04/09/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0004 | 08/08/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0004 | 04/08/2023 | 54,99 | 0,0000 | -0,0376 |
| 05/09/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0376 | 09/08/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0376 | 07/08/2023 | 54,99 | 0,0000 | -0,0098 |
| 08/09/2021 | 60 | 0,0833 | -0,0098 | 10/08/2022 | 65 | -0,0306 | -0,0098 | 08/08/2023 | 54,99 | 0,0000 | -0,0068 |
| 09/09/2021 | 65 | 0,0000 | -0,0068 | 11/08/2022 | 63,01 | 0,0000 | -0,0068 | 09/08/2023 | 54,99 | 0,0000 | -0,0085 |
| 10/09/2021 | 65 | 0,0000 | -0,0085 | 12/08/2022 | 63,01 | 0,0000 | -0,0085 | 10/08/2023 | 54,99 | 0,0002 | -0,0031 |
| 11/09/2021 | 65 | 0,0000 | -0,0031 | 15/08/2022 | 63,01 | 0,0000 | -0,0031 | 11/08/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0032 |
| 12/09/2021 | 65 | 0,0000 | 0,0032 | 16/08/2022 | 63,01 | -0,0478 | 0,0032 | 14/08/2023 | 55 | -0,0909 | 0,0061 |
| 13/09/2021 | 65 | -0,0338 | 0,0061 | 17/08/2022 | 60 | 0,0000 | 0,0061 | 15/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0054 |
| 16/09/2021 | 62,8 | 0,0000 | 0,0054 | 18/08/2022 | 60 | 0,0000 | 0,0054 | 16/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0151 |
| 17/09/2021 | 62,8 | 0,0000 | 0,0151 | 19/08/2022 | 60 | 0,0833 | 0,0151 | 17/08/2023 | 50 | -0,1400 | 0,0291 |
| 18/09/2021 | 62,8 | 0,0000 | 0,0291 | 22/08/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0291 | 18/08/2023 | 43 | 0,0000 | 0,0069 |
| 19/09/2021 | 62,8 | 0,0000 | 0,0069 | 23/08/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0069 | 21/08/2023 | 43 | 0,1628 | 0,0098 |
| 20/09/2021 | 62,8 | -0,0446 | 0,0098 | 24/08/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0098 | 22/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,3006 |
| 23/09/2021 | 60 | 0,0000 | 0,3006 | 25/08/2022 | 65 | -0,0338 | 0,3006 | 23/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,3107 |
| 24/09/2021 | 60 | 0,0000 | 0,3107 | 26/08/2022 | 62,8 | 0,0000 | 0,3107 | 24/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0045 |
| 25/09/2021 | 60 | 0,0000 | 0,0045 | 29/08/2022 | 62,8 | 0,0000 | 0,0045 | 25/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0076 |
| 26/09/2021 | 60 | -0,1667 | 0,0076 | 30/08/2022 | 62,8 | 0,0000 | 0,0076 | 28/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0029 |
| 27/09/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0029 | 31/08/2022 | 62,8 | 0,0000 | 0,0029 | 29/08/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0087 |
| 30/09/2021 | 50 | -0,2000 | 0,0087 | 01/09/2022 | 62,8 | -0,2035 | 0,0087 | 30/08/2023 | 50 | -0,1000 | 0,0075 |
| 01/10/2021 | 40 | 0,0000 | 0,0075 | 02/09/2022 | 50,02 | 0,0000 | 0,0075 | 31/08/2023 | 45 | 0,0000 | -0,0186 |
| 02/10/2021 | 40 | 0,0000 | -0,0186 | 05/09/2022 | 50,02 | -0,0004 | -0,0186 | 01/09/2023 | 45 | 0,0000 | 0,0765 |
| 03/10/2021 | 40 | 0,0000 | 0,0765 | 06/09/2022 | 50 | 0,0000 | 0,0765 | 04/09/2023 | 45 | 0,1111 | 0,9871 |
| 04/10/2021 | 40 | 0,2500 | 0,9871 | 08/09/2022 | 50 | 0,2500 | 0,9871 | 05/09/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0059 |
| 07/10/2021 | 50 | 0,2000 | 0,0059 | 09/09/2022 | 62,5 | 0,0000 | 0,0059 | 06/09/2023 | 50 | 0,0000 | 0,3671 |
| 08/10/2021 | 60 | 0,0833 | 0,3671 | 12/09/2022 | 62,5 | 0,1040 | 0,3671 | 08/09/2023 | 50 | 0,0000 | 0,3432 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|------------|----|---------|---------|
| 09/10/2021 | 65 | 0,0000 | 0,3432 | 13/09/2022 | 69 | 0,0000 | 0,3432 | 11/09/2023 | 50 | -0,0400 | 0,3012 |
| 10/10/2021 | 65 | -0,2231 | 0,3012 | 14/09/2022 | 69 | -0,0725 | 0,3012 | 12/09/2023 | 48 | 0,0000 | -0,0081 |
| 11/10/2021 | 50,5 | 0,0000 | -0,0081 | 15/09/2022 | 64 | 0,0000 | -0,0081 | 13/09/2023 | 48 | 0,0000 | -0,0098 |
| 14/10/2021 | 50,5 | 0,0000 | -0,0098 | 16/09/2022 | 64 | 0,0000 | -0,0098 | 14/09/2023 | 48 | -0,0417 | 0,0073 |
| 15/10/2021 | 50,5 | 0,0000 | 0,0073 | 19/09/2022 | 64 | 0,0000 | 0,0073 | 15/09/2023 | 46 | 0,0000 | 0,0376 |
| 16/10/2021 | 50,5 | -0,2079 | 0,0376 | 20/09/2022 | 64 | 0,0156 | 0,0376 | 18/09/2023 | 46 | 0,0000 | 0,0073 |
| 17/10/2021 | 40 | 0,0000 | 0,0073 | 21/09/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0073 | 19/09/2023 | 46 | 0,0870 | 0,0001 |
| 18/10/2021 | 40 | 0,0000 | 0,0001 | 22/09/2022 | 65 | 0,0000 | 0,0001 | 20/09/2023 | 50 | 0,0000 | -0,8701 |
| 21/10/2021 | 40 | 0,2125 | -0,8701 | 23/09/2022 | 65 | 0,0000 | -0,8701 | 21/09/2023 | 50 | 0,0000 | -0,8614 |
| 22/10/2021 | 48,5 | 0,0000 | -0,8614 | 26/09/2022 | 65 | 0,0000 | -0,8614 | 22/09/2023 | 50 | 0,0000 | -0,0987 |
| 23/10/2021 | 48,5 | 0,0000 | -0,0987 | 27/09/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0987 | 26/09/2023 | 50 | 0,0000 | -0,0981 |
| 24/10/2021 | 48,5 | -0,0619 | -0,0981 | 28/09/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0981 | 27/09/2023 | 50 | 0,0000 | -0,0124 |
| 25/10/2021 | 45,5 | 0,0000 | -0,0124 | 29/09/2022 | 65 | 0,0000 | -0,0124 | 28/09/2023 | 50 | 0,0000 | 0,9549 |
| 28/10/2021 | 45,5 | 0,0000 | 0,9549 | 30/09/2022 | 65 | -0,1538 | 0,9549 | 29/09/2023 | 50 | 0,0000 | 0,9813 |
| 29/10/2021 | 45,5 | 0,0000 | 0,9813 | 03/10/2022 | 55 | 0,0000 | 0,9813 | 02/10/2023 | 50 | 0,0000 | 0,9998 |
| 30/10/2021 | 45,5 | -0,1209 | 0,9998 | 07/10/2022 | 55 | 0,0000 | 0,9998 | 03/10/2023 | 50 | 0,0000 | 0,9879 |
| 31/10/2021 | 40 | 0,2500 | 0,9879 | 10/10/2022 | 55 | 0,0000 | 0,9879 | 05/10/2023 | 50 | 0,1000 | -0,0062 |
| 01/11/2021 | 50 | -0,2000 | -0,0062 | 11/10/2022 | 55 | -0,0909 | -0,0062 | 06/10/2023 | 55 | 0,0000 | -0,0012 |
| 04/11/2021 | 40 | 0,0000 | -0,0012 | 14/10/2022 | 50 | 0,1000 | -0,0012 | 09/10/2023 | 55 | 0,0000 | -0,0009 |
| 05/11/2021 | 40 | 0,0000 | -0,0009 | 17/10/2022 | 55 | 0,0000 | -0,0009 | 10/10/2023 | 55 | 0,0000 | 0,7833 |
| 06/11/2021 | 40 | 0,0000 | 0,7833 | 18/10/2022 | 55 | 0,0000 | 0,7833 | 11/10/2023 | 55 | -0,0909 | 3,0087 |
| 07/11/2021 | 40 | 0,2500 | 3,0087 | 19/10/2022 | 55 | -0,0002 | 3,0087 | 12/10/2023 | 50 | 0,0000 | 0,9879 |
| 08/11/2021 | 50 | 0,2000 | 0,9879 | 20/10/2022 | 54,99 | 0,0000 | 0,9879 | 13/10/2023 | 50 | 0,0000 | 0,9807 |
| 11/11/2021 | 60 | 0,0833 | 0,9807 | 21/10/2022 | 54,99 | 0,0000 | 0,9807 | 16/10/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0146 |
| 12/11/2021 | 65 | 0,0000 | 0,0146 | 24/10/2022 | 54,99 | -0,0907 | 0,0146 | 17/10/2023 | 50 | -0,1000 | 0,0008 |
| 13/11/2021 | 65 | -0,2231 | 0,0008 | 25/10/2022 | 50 | 0,0000 | 0,0008 | 18/10/2023 | 45 | 0,0000 | 0,0091 |
| 14/11/2021 | 50,5 | 0,0000 | 0,0091 | 26/10/2022 | 50 | 0,0000 | 0,0091 | 19/10/2023 | 45 | 0,0000 | -0,0098 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 15/11/2021 | 50,5 | 0,0000 | -0,0098 | 27/10/2022 | 50 | -0,0798 | -0,0098 | 20/10/2023 | 45 | 0,1111 | -0,0054 |
| 18/11/2021 | 50,5 | 0,0000 | -0,0054 | 28/10/2022 | 46,01 | 0,0000 | -0,0054 | 23/10/2023 | 50 | 0,0000 | -0,0029 |
| 19/11/2021 | 50,5 | -0,2079 | -0,0029 | 31/10/2022 | 46,01 | 0,0000 | -0,0029 | 24/10/2023 | 50 | -0,2480 | -0,0103 |
| 20/11/2021 | 40 | 0,0000 | -0,0103 | 01/11/2022 | 46,01 | 0,0000 | -0,0103 | 25/10/2023 | 37,6 | 0,0000 | -0,5884 |
| 21/11/2021 | 40 | 0,0000 | -0,5884 | 02/11/2022 | 46,01 | 0,0000 | -0,5884 | 26/10/2023 | 37,6 | 0,0638 | 0,8654 |
| 22/11/2021 | 40 | 0,2125 | 0,8654 | 03/11/2022 | 46,01 | 0,0000 | 0,8654 | 27/10/2023 | 40 | 0,0000 | 0,8131 |
| 25/11/2021 | 48,5 | -0,0722 | 0,8131 | 04/11/2022 | 46,01 | -0,2384 | 0,8131 | 30/10/2023 | 40 | 0,1250 | 0,0098 |
| 26/11/2021 | 45 | 0,0000 | 0,0098 | 07/11/2022 | 35,04 | 0,0000 | 0,0098 | 31/10/2023 | 45 | 0,0000 | 0,2218 |
| 27/11/2021 | 45 | 0,0000 | 0,2218 | 08/11/2022 | 35,04 | 0,0000 | 0,2218 | 01/11/2023 | 45 | 0,0000 | 0,2021 |
| 28/11/2021 | 45 | 0,0000 | 0,2021 | 09/11/2022 | 35,04 | 0,0000 | 0,2021 | 02/11/2023 | 45 | 0,0000 | 0,0087 |
| 29/11/2021 | 45 | 0,1111 | 0,0087 | 10/11/2022 | 35,04 | 0,0731 | 0,0087 | 03/11/2023 | 45 | 0,0000 | 0,8971 |
| 02/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0,8971 | 11/11/2022 | 37,6 | 0,0000 | 0,8971 | 06/11/2023 | 45 | 0,2222 | 0,0981 |
| 03/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0981 | 14/11/2022 | 37,6 | 0,0000 | 0,0981 | 07/11/2023 | 55 | 0,0000 | 0 |
| 04/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0 | 15/11/2022 | 37,6 | 0,0000 | 0 | 08/11/2023 | 55 | 0,0909 | 0 |
| 05/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0 | 16/11/2022 | 37,6 | 0,0000 | 0 | 09/11/2023 | 60 | 0,0000 | -0,0981 |
| 06/12/2021 | 50 | 0,0000 | -0,0981 | 17/11/2022 | 37,6 | 0,0000 | -0,0981 | 10/11/2023 | 60 | 0,0417 | -0,0291 |
| 09/12/2021 | 50 | 0,1100 | -0,0291 | 18/11/2022 | 37,6 | 0,1968 | -0,0291 | 13/11/2023 | 62,5 | 0,0000 | -1,6197 |
| 10/12/2021 | 55,5 | 0,0000 | -1,6197 | 21/11/2022 | 45 | 0,0000 | -1,6197 | 14/11/2023 | 62,5 | 0,0000 | -0,0982 |
| 11/12/2021 | 55,5 | 0,0000 | -0,0982 | 22/11/2022 | 45 | 0,0000 | -0,0982 | 15/11/2023 | 62,5 | 0,0000 | -0,0981 |
| 12/12/2021 | 55,5 | 0,0000 | -0,0981 | 23/11/2022 | 45 | 0,0000 | -0,0981 | 16/11/2023 | 62,5 | 0,0000 | -0,0901 |
| 13/12/2021 | 55,5 | 0,0000 | -0,0901 | 24/11/2022 | 45 | 0,0000 | -0,0901 | 17/11/2023 | 62,5 | -0,2800 | -0,0009 |
| 16/12/2021 | 55,5 | 0,0811 | -0,0009 | 25/11/2022 | 45 | 0,1111 | -0,0009 | 20/11/2023 | 45 | 0,0000 | -0,0335 |
| 17/12/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0335 | 26/11/2022 | 50 | 0,0000 | -0,0335 | 21/11/2023 | 45 | 0,0000 | -0,0008 |
| 18/12/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0008 | 27/11/2022 | 50 | 0,0000 | -0,0008 | 22/11/2023 | 45 | 0,0000 | -0,0001 |
| 19/12/2021 | 60 | 0,0000 | -0,0001 | 28/11/2022 | 50 | 0,0000 | -0,0001 | 23/11/2023 | 45 | 0,1109 | -0,0021 |
| 20/12/2021 | 60 | -0,0750 | -0,0021 | 29/11/2022 | 50 | 0,0000 | -0,0021 | 24/11/2023 | 49,99 | 0,0000 | 0 |
| 23/12/2021 | 55,5 | 0,0000 | 0 | 30/11/2022 | 50 | 0,2000 | 0 | 27/11/2023 | 49,99 | 0,0000 | 0,3241 |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|------|---------|--------|------------|-------|---------|---------|------------|-------|---------|---------|
| 24/12/2021 | 55,5 | 0,0000 | 0,3241 | 01/12/2022 | 60 | 0,0000 | 0,3241 | 28/11/2023 | 49,99 | 0,0002 | 0,9898 |
| 25/12/2021 | 55,5 | -0,0991 | 0,9898 | 02/12/2022 | 60 | 0,0000 | 0,9898 | 29/11/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0524 |
| 26/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0524 | 05/12/2022 | 60 | 0,0000 | 0,0524 | 30/11/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0725 |
| 27/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0725 | 06/12/2022 | 60 | 0,0000 | 0,0725 | 01/12/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0616 |
| 30/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0616 | 07/12/2022 | 60 | -0,1665 | 0,0616 | 04/12/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0045 |
| 31/12/2021 | 50 | 0,0000 | 0,0045 | 08/12/2022 | 50,01 | 0,0000 | 0,0045 | 05/12/2023 | 50 | 0,0000 | -0,009 |
| | 50 | | | 09/12/2022 | 50,01 | 0,0000 | -0,009 | 06/12/2023 | 50 | 0,1000 | -0,0002 |
| | | | | 12/12/2022 | 50,01 | 0,0000 | -0,0002 | 07/12/2023 | 55 | 0,0000 | 0,0035 |
| | | | | 13/12/2022 | 50,01 | 0,2000 | 0,0035 | 08/12/2023 | 55 | 0,0000 | 0,022 |
| | | | | 14/12/2022 | 60,01 | 0,0000 | 0,022 | 11/12/2023 | 55 | -0,1818 | 0,0015 |
| | | | | 15/12/2022 | 60,01 | 0,0000 | 0,0015 | 12/12/2023 | 45 | 0,0000 | -0,0199 |
| | | | | 16/12/2022 | 60,01 | 0,0333 | -0,0199 | 13/12/2023 | 45 | -0,1111 | -0,0199 |
| | | | | 19/12/2022 | 62,01 | 0,0000 | -0,0199 | 14/12/2023 | 40 | 0,0000 | -0,0236 |
| | | | | 20/12/2022 | 62,01 | 0,0000 | -0,0236 | 15/12/2023 | 40 | 0,0000 | -0,0125 |
| | | | | 21/12/2022 | 62,01 | 0,0000 | -0,0125 | 18/12/2023 | 40 | 0,0000 | -0,0022 |
| | | | | 22/12/2022 | 62,01 | -0,0645 | -0,0022 | 19/12/2023 | 40 | 0,0000 | 0,0071 |
| | | | | 23/12/2022 | 58,01 | 0,0000 | 0,0071 | 20/12/2023 | 40 | 0,0000 | 0,0005 |
| | | | | 27/12/2022 | 58,01 | 0,0000 | 0,0005 | 21/12/2023 | 40 | 0,0000 | -0,0105 |
| | | | | 28/12/2022 | 58,01 | 0,0000 | -0,0105 | 22/12/2023 | 40 | 0,0000 | -0,0098 |
| | | | | 29/12/2022 | 58,01 | 0,0000 | -0,0098 | 26/12/2023 | 40 | 0,0000 | -0,0109 |
| | | | | 30/12/2022 | 58,01 | 0,0000 | -0,0109 | 27/12/2023 | 40 | 0,0000 | -0,0223 |
| | | | | | 58,01 | | | 28/12/2023 | 40 | 0,2500 | -0,0223 |
| | | | | | | | | 29/12/2023 | 50 | 0,0000 | 0,0524 |
| | | | | | | | | | 50 | | |

Figura 1: Organograma diretivo da empresa CDM



Fonte: CDM (2024)

PCA- Presidente do conselho Administrativo

DG- Director Geral

DNE- Director não executivo

DJ- Director jurídico

DF-Director Financeiro

DRH- Directora dos recursos humanos

DRM- Directora de *Route Market*

DP- Directora de *procurment*

DL-Director da logística

DTM- Director do *Trade Marketing*

DM- Directora de Marketing

DTI- Director de tecnologias e informação

ANEXOS

DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA EM 31 DE DEZEMBRO 2023

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION AS AT 31 DECEMBER 2023

| | Nota | 31 Dezembro / 31 December 2023 | 31 Dezembro / 31 December 2022 |
|---|------|-----------------------------------|--------------------------------------|
| | Note | MT('000'000) | MT('000'000) |
| Activos / Assets | | | |
| Propriedade, instalações e equipamento / <i>Property, plant and equipment</i> | 10 | 20,622 | 21,845 |
| Activos intangíveis e goodwill / <i>Intangible assets and goodwill</i> | 11 | 444 | 409 |
| Activos não-correntes / Non-current assets | | 21,066 | 22,254 |
| Inventários / <i>Inventories</i> | 12 | 2,144 | 2,780 |
| Clientes e outros devedores / <i>Trade and other receivables</i> | 13 | 1,169 | 1,358 |
| Activo por impostos correntes / <i>Current tax assets</i> | 20.2 | 403 | 1,469 |
| Caixa e equivalentes de caixa / <i>Cash and cash equivalents</i> | 14 | 1,200 | 614 |
| Activos correntes / Current assets | | 4,916 | 6,221 |
| Total de activos / Total assets | | 25,982 | 28,475 |
| Capital próprio / Equity | | | |
| Capital social / Share capital | | | |
| | 15.1 | 317 | 317 |
| Prémio de emissão / <i>Share premium</i> | 15.2 | 8,907 | 8,907 |
| Reserva legal / <i>Legal reserve</i> | 17 | 79 | 79 |
| Lucros acumulados / <i>Retained earnings</i> | | 8,816 | 8,459 |
| Total de capital próprio / Total equity | | 18,119 | 17,762 |
| Passivos / Liabilities | | | |
| Passivos por Impostos diferidos / <i>Deferred tax Liabilities</i> | 7.2 | 663 | 587 |
| Total do passivo não-corrente / Total non-current liabilities | | 663 | 587 |
| Descobertos bancários / <i>Bank overdrafts</i> | 14 | 757 | 1,501 |
| Empréstimos que vencem juros / <i>Interest-bearing loans and borrowings</i> | 18.2 | 81 | 3,296 |
| Fornecedores e outros credores / <i>Trade and other payables</i> | 19 | 6,362 | 5,329 |
| Passivo corrente / Current liabilities | | 7,200 | 10,126 |
| Total do passivo / Total liabilities | | 7,863 | 10,713 |
| Total de capital próprio e passivo / Total equity and liabilities | | 25,982 | 28,475 |

DEMONSTRAÇÃO DE LUCROS OU PREJUÍZOS E OUTRO

RENDIMENTO INTEGRAL PARA O EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2023

**STATEMENT OF PROFIT OR LOSS AND OTHER COMPREHENSIVE
INCOME FOR THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 2023**

| | Nota | 31 Dezembro / 31 December 2023 | 31 Dezembro / 31 December 2022 |
|--|-------------|---|---|
| | <i>Note</i> | <i>MT('000'000)</i> | <i>MT('000'000)</i> |
| Rédito/ Revenue | 4.1 | 23,411 | 21,347 |
| Custo de vendas / <i>Cost of sales</i> | 4.2 | (15,265) | (13,195) |
| Lucro bruto / Gross profit | | 8,146 | 8,152 |
| Imparidade de clientes / <i>Impairment reversal/(loss) on trade receivables</i> | 22.3 | 125 | (90) |
| Custos de Venda e administrativo / <i>Selling and administrative expenses</i> | 5.1 | (5,774) | (5,570) |
| Outras despesas operacionais / <i>Other operating expenses</i> | 5.2 | (3) | (88) |
| Outro rendimento operacional/ <i>Other operating income</i> | 5.3 | 19 | 23 |
| Lucro operacional / Operating profit | | 2,513 | 2,427 |
| Rendimentos Financeiros / <i>Finance Income</i> | 6 | 7 | 3 |
| Custos Financeiros / <i>Finance costs</i> | 6 | (732) | (968) |
| Lucro antes de impostos / Profit before tax | | 1,788 | 1,462 |
| Impostos sobre o rendimento/ <i>Income tax expense</i> | 7 | (1,211) | (729) |
| Lucro / Profit | | 577 | 733 |
| Outro Rendimento Integral Líquido de Imposto / <i>Other comprehensive income net of tax</i> | | - | - |
| Total de Rendimento Integral / Total Comprehensive Income | | 577 | 733 |
| Resultado básico por acção/ <i>Basic earnings per share</i> | 8 | 3.63 | 4.62 |
| Resultados diluídos por acção / <i>Diluted earnings per share</i> | 8 | 3.63 | 4.62 |

DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA

STATEMENT OF CASH FLOWS FOR THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 2023

| | Nota 2023 | 31 Dezembro / 31 December 2022 | 31 Dezembro / 31 December 2022 |
|---|--------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| | Note | MT('000'000) | MT('000'000) |
| Fluxo de caixa de actividades operacionais / Cash flows from operating activities | | | |
| Fluxo de caixa gerado pelas operações / Cash generated from operations | 20.1 | 7,372 | 5,139 |
| Juro pago / Interest paid | 18.2 | (674) | (936) |
| Imposto sobre o rendimento pago / Income tax paid | 20.2 | (68) | (1,422) |
| Fluxo líquido de caixa de actividades operacionais / Net cash from operating activities | | 6,630 | 2,781 |
| Fluxo de caixa de actividades de investimento / Cash flows from investing activities | | | |
| Aquisição de propriedades, instalações e equipamento / Acquisition of property plant and equipment | 10 | (1,940) | (2,492) |
| Aquisição de activos intangíveis / Acquisition of intangible assets | 11 | (96) | (51) |
| Juro recebido / Interest received | 6 | 7 | 3 |
| Fluxo líquido de caixa de actividades de investimento / Net cash used in investing activities | | (2,029) | (2,540) |
| Fluxo de caixa de actividades de financiamento / Cash flows from financing activities | | | |
| Receitas de empréstimos / Proceeds from loans and borrowings | 18.1 | - | 1,129 |
| Reembolsos de empréstimos / Borrowings repaid | 18.1 | (3,100) | (2,679) |
| Dividendos pagos / Dividends paid | 20.3 | (56) | - |
| Pagamento de passivo de Locações / Payment of lease liabilities | 18.2 | (115) | (200) |
| Fluxo líquido de caixa de actividades de financiamento / Net cash used in financing activities | | (3,271) | (1,750) |
| Aumento / (Diminuição) líquido em caixa e equivalentes de caixa / Net increase / (decrease) in cash and cash equivalents | | 1,330 | (1,509) |
| Caixa e equivalentes de caixa em 1 de Janeiro / Cash and cash equivalents at 1 January | | (887) | 622 |
| Caixa e equivalentes de caixa em 31 de Dezembro / Cash and cash equivalents at 31 December | 14 | 443 | (887) |

DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2022

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION AS AT 31 DECEMBER 2022

| | | Nota | 31 Dezembro/ 31 December 2022 | 31 Dezembro/ 31 December 2021 |
|---|------|------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| | | Note | MT(*000*000) | MT(*000*000) |
| Activos / Assets | | | | |
| Propriedade, instalações e equipamento / <i>Property, plant and equipment</i> | 10 | | 21,845 | 21,947 |
| Activos intangíveis e goodwill / <i>Intangible assets and goodwill</i> | 11 | | 409 | 417 |
| Activos não-correntes / <i>Non-current assets</i> | | | 22,254 | 22,364 |
| Inventários / <i>Inventories</i> | 12 | | 2,780 | 2,591 |
| Clientes e outros devedores / <i>Trade and other receivables</i> | 13 | | 1,358 | 1,319 |
| Activo por impostos correntes / <i>Current tax assets</i> | 20.2 | | 1,469 | 472 |
| Caixa e equivalentes de caixa / <i>Cash and cash equivalents</i> | 14 | | 614 | 1,639 |
| Activos correntes / <i>Current assets</i> | | | 6,221 | 6,021 |
| Total de activos / <i>Total assets</i> | | | 28,475 | 28,385 |
| Capital próprio / Equity | | | | |
| Capital social / <i>Share capital</i> | 15 | | 317 | 317 |
| Prémio de emissão / <i>Share premium</i> | 15 | | 8,907 | 8,907 |
| Reserva legal / <i>Legal reserve</i> | 17 | | 79 | 79 |
| Lucros acumulados / <i>Retained earnings</i> | | | 8,459 | 7,726 |
| Total do capital próprio / <i>Total equity</i> | | | 17,762 | 17,029 |
| Passivo / Liabilities | | | | |
| Passivos por Impostos diferidos / <i>Deferred tax Liabilities</i> | 7.2 | | 587 | 283 |
| Total do passivo não-corrente / <i>Total non-current liabilities</i> | | | 587 | 283 |
| Descobertos bancários / <i>Bank overdrafts</i> | 14 | | 1,501 | 1,017 |
| Empréstimos com juros / <i>Interest-bearing loans and borrowings</i> | 18.1 | | 3,296 | 4,774 |
| Fornecedores e outros credores / <i>Trade and other payables</i> | 19 | | 5,329 | 5,282 |
| Passivo corrente / <i>Current liabilities</i> | | | 10,126 | 11,073 |
| Total do passivo / <i>Total liabilities</i> | | | 10,713 | 11,356 |
| Total do capital próprio e passivo / <i>Total equity and liabilities</i> | | | 28,475 | 28,385 |

DEMONSTRAÇÃO DE LUCROS OU PREJUÍZOS E OUTRO

RENDIMENTO INTEGRAL PARA O EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2022

**STATEMENT OF PROFIT OR LOSS AND OTHER COMPREHENSIVE INCOME FOR
THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 2022**

| | Nota | 31 Dezembro / 31 December 2022 | 31 Dezembro / 31 December 2021 |
|--|------|-----------------------------------|--------------------------------------|
| | Note | MT('000'000) | MT('000'000) |
| Rédito/ Revenue | 4.1 | 21,347 | 20,781 |
| Custo de vendas / <i>Cost of sales</i> | 4.2 | (13,195) | (12,027) |
| Lucro bruto / <i>Gross profit</i> | | 8,152 | 8,754 |
| Perda por imparidade de clientes / <i>Impairment loss on trade receivables</i> | 22.3 | (90) | (87) |
| Custos de Venda e administrativos / <i>Selling and administrative expenses</i> | 5.1 | (5,570) | (5,220) |
| Outras despesas operacionais / <i>Other operating expenses</i> | 5.2 | (88) | (114) |
| Outro rendimento operacional/ <i>Other operating income</i> | 5.3 | 23 | 110 |
| Lucro operacional / <i>Operating profit</i> | | 2,427 | 3,444 |
| Rendimentos Financeiros / <i>Finance Income</i> | 6 | 3 | 11 |
| Custos Financeiros / <i>Finance costs</i> | 6 | (968) | (1,065) |
| Lucro antes de impostos / <i>Profit before tax</i> | | 1,462 | 2,390 |
| Impostos sobre o rendimento/ <i>Income tax expense</i> | 7 | (729) | (894) |
| Lucro / <i>Profit</i> | | 733 | 1,496 |
| Outro Rendimento Integral Líquido de Imposto / <i>Other comprehensive income net of tax</i> | | - | - |
| Total de Rendimento Integral / <i>Total Comprehensive Income</i> | | 733 | 1,496 |
| Resultados básicos por acção / <i>Basic earnings per share</i> | 8 | 4.62 | 9.44 |
| Resultados diluídos por acção / <i>Diluted earnings per share</i> | 8 | 4.62 | 9.44 |

DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA PARA

O EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2022

STATEMENT OF CASH FLOWS FOR THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 2022

| Nota | 31 Dezembro / 31 December 2022 | 31 Dezembro / 31 December 2021 |
|------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Note | MT('000'000) | MT('000'000) |

Fluxos de caixa de actividades operacionais / Cash flows from operating activities

| | | | |
|--|------|----------------|---------|
| Caixa gerado das operações/Cash generated from operations | 20.1 | 5,139 | 5,023 |
| Juro pago/ Interest paid | 6 | (936) | (1,062) |
| Imposto sobre o rendimento pago / Income tax paid | 20.2 | (1,422) | (169) |
| Fluxo líquido de caixa de actividades operacionais / Net cash from operating activities | | 2,781 | 3,792 |

**Fluxos de caixa de actividades de investimento /
Cash flows from investing activities**

| | | | |
|---|----|----------------|---------|
| Aquisição de propriedades, instalações e equipamento / Acquisition of property plant and equipment | 10 | (2,492) | (3,213) |
| Aquisição de activos intangíveis/ Acquisition of intangible assets | 11 | (51) | (116) |
| Juro recebido / Interest received | 6 | 3 | 11 |
| Fluxo líquido de caixa de actividades de investimento / Net cash used in investing activities | | (2,540) | (3,318) |

**Fluxos de caixa de actividades de financiamento /
Cash flows from financing activities**

| | | | |
|---|------|----------------|---------|
| Receitas de empréstimos / Proceeds from loans and borrowings | 18.1 | 1,129 | 4,773 |
| Reembolsos de empréstimos / Borrowings repaid | 18.1 | (2,679) | (5,556) |
| Pagamento de passivos de Locação / Payment of lease liabilities | 18.1 | (200) | (172) |
| Fluxo líquido de caixa/(usado em) actividades de financiamento / Net cash/(used in) financing activities | | (1,750) | (955) |
| Diminuição líquida em caixa e equivalentes de caixa / Net decrease in cash and cash equivalents | | (1,509) | (481) |
| Caixa e equivalentes de caixa em 1 de Janeiro / Cash and cash equivalents at 1 January | | 622 | 1,103 |
| Caixa e equivalentes de caixa em 31 de Dezembro / Cash and cash equivalents at 31 December | 14 | (887) | 622 |

DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2021

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION AS AT 31 DECEMBER 2021

| | Nota | 31 Dezembro / 31 December 2021 | 31 Dezembro / 31 December 2020 |
|---|------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| | Note | MT('000'000) | MT('000'000) |
| Activos /Assets | | | |
| Propriedade, instalações e equipamento / <i>Property, plant and equipment</i> | 10 | 21,947 | 21,186 |
| Activos intangíveis e goodwill / <i>Intangible assets and goodwill</i> | 11 | 417 | 327 |
| Activos não-correntes / <i>Non-current assets</i> | | 22,364 | 21,513 |
| Inventários / <i>Inventories</i> | 12 | 2,591 | 2,287 |
| Clientes e outros devedores / <i>Trade and other receivables</i> | 13 | 1,319 | 661 |
| Activo por impostos correntes / <i>Current tax assets</i> | 20.2 | 472 | 1,065 |
| Caixa e equivalentes de caixa / <i>Cash and cash equivalents</i> | 14 | 1,639 | 1,328 |
| Activos correntes / <i>Current assets</i> | | 6,021 | 5,341 |
| Total de activos / <i>Total assets</i> | | 28,385 | 26,854 |
| Capital próprio / <i>Equity</i> | | | |
| Capital social / <i>Share capital</i> | 15 | 317 | 317 |
| Prémio de emissão / <i>Share premium</i> | 15 | 8,907 | 8,907 |
| Reserva legal / <i>Legal reserve</i> | 17 | 79 | 79 |
| Lucros acumulados / <i>Retained earnings</i> | | 7,726 | 6,230 |
| Total de capital próprio / <i>Total equity</i> | | 17,029 | 15,533 |
| Passivo / <i>Liabilities</i> | | | |
| Empréstimos que rendem juros / <i>Interest-bearing loans and borrowings</i> | 18.1 | - | 122 |
| Passivos por Impostos diferidos / <i>Deferred tax Liabilities</i> | 7.2 | 283 | 151 |
| Total do passivo não-corrente / <i>Total non-current liabilities</i> | | 283 | 273 |
| Descobertos bancários / <i>Bank overdrafts</i> | 14 | 1,017 | 225 |
| Empréstimos que rendem juros / <i>Interest-bearing loans and borrowings</i> | 18.2 | 4,774 | 5,474 |
| Fornecedores e outros credores / <i>Trade and other payables</i> | 19 | 5,282 | 5,349 |
| Passivo corrente / <i>Current liabilities</i> | | 11,073 | 11,048 |
| Total do passivo / <i>Total liabilities</i> | | 11,356 | 11,321 |
| Total de capital próprio e passivo / <i>Total equity and liabilities</i> | | 28,385 | 26,854 |

DEMONSTRAÇÃO DE LUCROS OU PREJUÍZOS E OUTRO RENDIMENTO INTEGRAL

PARA O EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2021

STATEMENT OF PROFIT OR LOSS AND OTHER COMPREHENSIVE INCOME
FOR THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 2021

| | | Nota 31 Dezembro / 31 December 2021 | 31 Dezembro / 31 December 2020 |
|--|------|--|-----------------------------------|
| | | Note MT('000'000) | MT('000'000) |
| Rédito/ Revenue | 4.1 | 20,781 | 16,822 |
| Custo de vendas / <i>Cost of sales</i> | 4.2 | (12,027) | (9,996) |
| Lucro bruto / <i>Gross profit</i> | 4 | 8,754 | 6,826 |
| Imparidade de clientes / <i>Impairment loss on trade receivables</i> | 22.3 | (87) | 46 |
| Custos de Venda e de administração / <i>Selling and administrative expenses</i> | 5.1 | (5,220) | (4,745) |
| Outras despesas operacionais / <i>Other operating expenses</i> | 5.2 | (114) | (479) |
| Outro rendimento operacional/ <i>Other operating income</i> | 5.3 | 110 | - |
| Lucro operacional / <i>Operating profit</i> | | 3,444 | 1,648 |
| Rendimentos Financeiros / <i>Finance Income</i> | 6 | 11 | 5 |
| Custos Financeiros / <i>Finance costs</i> | 6 | (1,065) | (1,168) |
| Lucro antes de impostos / <i>Profit before tax</i> | | 2,390 | 485 |
| Impostos sobre o rendimento/ <i>Income tax expense</i> | 7 | (894) | (243) |
| Lucro / <i>Profit</i> | | 1,496 | 242 |
| Outro Rendimento Integral Líquido de Imposto / <i>Other comprehensive income net of tax</i> | | - | - |
| Total de Rendimento Integral / <i>Total Comprehensive Income</i> | | 1,496 | 242 |
| Resultados por acção básica / <i>Basic earnings per share</i> | 8 | 9.44 | 1.52 |
| Resultados diluídos por acção / <i>Diluted earnings per share</i> | 8 | 9.44 | 1.52 |

DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA PARA O EXERCÍCIO FINDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2021

STATEMENT OF CASH FLOWS FOR THE YEAR ENDED 31 DECEMBER 2021

| | Nota | 31 Dezembro / 31 December 2021 | 31 Dezembro / 31 December 2020 |
|--|------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| | Note | MT('000'000) | MT('000'000) |
| Fluxo de caixa de actividades operacionais / Cash flows from operating activities | | | |
| Fluxo de caixa gerado pelas operações/ <i>Cash generated from operations</i> | 20.1 | 5,023 | 1,970 |
| Juro pago/ <i>Interest paid</i> | 6 | (1,062) | (992) |
| Imposto sobre o rendimento pago / <i>Income tax paid</i> | 20.2 | (169) | (315) |
| Fluxo líquido de caixa de actividades operacionais / <i>Net cash from operating activities</i> | | 3,792 | 663 |
| Fluxo de caixa de actividades de investimento / Cash flows from investing activities | | | |
| Aquisição de propriedades, instalações e equipamento / <i>Acquisition of property plant and equipment</i> | 10 | (3,213) | (3,224) |
| Aquisição de activos intangíveis/ <i>Acquisition of intangible assets</i> | 11 | (116) | (6) |
| Juro recebido / <i>Interest received</i> | 6 | 11 | 5 |
| Fluxo líquido de caixa de actividades de investimento / <i>Net cash used in investing activities</i> | | (3,318) | (3,225) |
| Fluxo de caixa de actividades de financiamento / Cash flows from financing activities | | | |
| Receitas de empréstimos / <i>Proceeds from loans and borrowings</i> | 18.3 | 4,773 | 7,756 |
| Reembolsos de empréstimos / <i>Borrowings repaid</i> | 18.3 | (5,556) | (3,243) |
| Pagamento de passivo de Locações / <i>Payment of lease liabilities</i> | 21 | (172) | (40) |
| Fluxo líquido de caixa de/(usado em) actividades de financiamento / <i>Net cash from/(used in) financing activities</i> | | (955) | 4,473 |
| (Diminuição)/Aumento líquido em caixa e equivalentes de caixa / <i>Net (decrease)/increase in cash and cash equivalents</i> | | (481) | 1,911 |
| Caixa e equivalentes de caixa em 1 de Janeiro / <i>Cash and cash equivalents at 1 January</i> | | 1,103 | (808) |
| Caixa e equivalentes de caixa em 31 de Dezembro / <i>Cash and cash equivalents at 31 December</i> | 14 | 622 | 1,103 |